



COMILLAS
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

**EL DEBER DE PASIVIDAD EN LAS OPAS Y
SU RELACIÓN CON LAS MEDIDAS DE
DEFENSA: ANÁLISIS COMPARADO ENTRE
ESPAÑA Y ESTADOS UNIDOS.**

Autor: Óscar Prieto Ramis

5º de E – 3: Doble grado en Derecho y Administración de
Empresas

Tutor: Felipe Carbonell García

Área de Derecho Mercantil

Madrid

2025

Resumen:

Este Trabajo de Fin de Grado analiza el deber de pasividad del órgano de administración en las ofertas públicas de adquisición y su relación con las medidas de defensa, a partir de un estudio comparado entre el modelo español y el estadounidense. El trabajo examina el fundamento, evolución y excepciones del deber de pasividad en el Derecho español, así como su conexión con el interés social y con los deberes de diligencia y lealtad de los administradores. Asimismo, estudia las principales medidas defensivas frente a ofertas públicas de adquisición hostiles y pone de relieve la distinta lógica de ambos sistemas: mientras el modelo español prioriza la decisión de los accionistas y limita intensamente el margen de actuación del consejo, el estadounidense reconoce una mayor discrecionalidad defensiva sometida a control judicial. A partir de este contraste, se concluye que ninguno de los dos modelos ofrece una solución plenamente satisfactoria. Por ello, se propone una vía intermedia basada en una pasividad flexible con control reforzado, que preserve la centralidad del accionista, pero permita una intervención limitada del consejo sujeta a proporcionalidad, transparencia y supervisión ex post.

Palabras clave: deber de pasividad, ofertas públicas de adquisición, medidas defensivas, interés social.

Abstract:

This undergraduate thesis analyzes the duty of passivity of the board of directors in takeover bids and its relationship to defensive measures, based on a comparative study of the Spanish and U.S. models. The thesis examines the basis, evolution, and exceptions to the duty of passivity under Spanish law, as well as its connection to the corporate interest and the directors' duties of care and loyalty. It also examines the main defensive measures against hostile takeover bids and highlights the differing logic of the two systems: while the Spanish model prioritizes the shareholders' decision and severely limits the board's room for manoeuvre, the U.S. model recognizes greater defensive discretion subject to judicial review. Based on this contrast, it is concluded that neither model offers a fully satisfactory solution. Therefore, a middle ground solution is proposed based on flexible passivity with enhanced oversight, which preserves the centrality of the shareholder but allows for limited board intervention subject to proportionality, transparency, and ex post supervision.

Key Words: board neutrality rule, takeover bids, takeover defenses, corporate interest.

INDICE

1.	Introducción.....	6
1.1.	Justificación y relevancia de la cuestión.....	6
1.2.	Objetivos.....	7
1.3.	Metodología.....	8
2.	Marco conceptual	9
2.1.	Concepto y finalidad de la oferta pública de adquisición.....	9
2.2.	Origen y evolución del deber de pasividad	12
2.3.	La relación entre deber de pasividad e interés social y el resto de los deberes de los administradores (deber de lealtad / <i>duty care</i>)	15
2.4.	Excepciones y papel de la CNMV.....	17
3.	Las medidas de defensa frente a OPAs hostiles en España vs EEUU.....	19
3.1.	Finalidad de las medidas defensivas.....	19
3.2.	Medidas defensivas ex ante y ex post.....	21
3.3.	El conflicto con el deber de pasividad.....	28
3.4.	El equilibrio entre discrecionalidad directiva y protección del mercado.	31
4.	Análisis comparado entre España y Estados Unidos y valoración crítica.....	34
4.1.	Diferencias estructurales y filosóficas entre ambos mercados	34
4.2.	Posibles convergencias y puntos de mejora	38
4.3.	Debate actual sobre la conveniencia del deber de pasividad / Argumentos a favor y en contra de su flexibilización.....	43
4.4.	Propuesta de equilibrio entre defensa y transparencia.....	46
5.	Conclusiones.....	50
6.	Referencias	55

Abreviaturas:

OPA: Oferta Pública de Adquisición de Acciones

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

LSC: Ley de Sociedades de Capital

RD: Real Decreto

BBVA: Banco Bilbao Vizcaya Argentaria

TSB: Trustee Savings Bank

LMVSI: Ley de Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión

TRLMV: Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores

EEUU: Estados Unidos

1. Introducción

1.1. Justificación y relevancia de la cuestión

El régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs) constituye uno de los pilares fundamentales del Derecho de Mercado de Valores, en la medida en que articula el equilibrio entre la libertad de empresa, la protección de los accionistas y la eficiencia de los mercados. Dentro de este ámbito, el denominado deber de pasividad del órgano de administración de la sociedad afectada ocupa una posición central, al limitar la capacidad de los administradores para adoptar medidas defensivas frente a una OPA sin la autorización previa de la junta general. El análisis de este deber y su relación con las medidas de defensa resulta muy relevante en un contexto económico caracterizado por una creciente concentración empresarial y por la utilización recurrente de las OPAs como mecanismo para adquirir el control de las sociedades cotizadas.

La importancia práctica del tema se ha puesto de manifiesto de forma clara en los últimos años a través de operaciones de gran impacto mediático y económico en el mercado español, como la OPA hostil lanzada por BBVA sobre Banco Sabadell en 2024. Este intento de adquisición reavivó el debate sobre el margen de actuación del consejo de administración de la sociedad afectada y sobre la legitimidad de determinadas estrategias defensivas. Casos como este evidencian que el deber de pasividad no es una cuestión meramente teórica, sino un elemento clave que condiciona el funcionamiento y desenlace de operaciones societarias con gran trascendencia para la economía y los accionistas implicados.

Asimismo, el estudio del deber de pasividad resulta relevante desde una perspectiva de gobierno corporativo, ya que plantea una tensión entre dos principios: por un lado, la protección de los accionistas, que deben ser quienes decidan libremente sobre la aceptación o no de la oferta; y, por otro lado, la función de los administradores como garantes del interés social, que podría justificar, en determinados supuestos, la adopción de medidas defensivas frente a OPAs. Esta tensión se traduce, principalmente, en un debate sobre el gado de discrecionalidad que debe reconocerse a los órganos de administración en situaciones como una OPA, en particular a la hora de determinar hasta qué punto pueden actuar para proteger el interés social frente a la decisión de los accionistas.

La comparación con el modelo estadounidense refuerza aún más la relevancia de la cuestión. A diferencia del sistema español, el ordenamiento estadounidense se caracteriza por un enfoque mucho más flexible y favorable a la adopción de medidas defensivas por parte de los consejos de administración. En este contexto, instrumentos como las *poison pills*, que constituyen una de las medidas defensivas más características y extendidas en el Derecho societario estadounidense, reflejan una concepción muy diferente a la que encontramos en España. Esta diferencia normativa y cultural convierte el análisis comparado en una herramienta útil para comprender las ventajas y desventajas de cada modelo.

En definitiva, la elección de la cuestión se justifica tanto por su actualidad y relevancia práctica, como por su interés teórico y comparado. El análisis del deber de pasividad y de las medidas de defensa en las OPAs, a la luz de la experiencia española y estadounidense, permite abordar cuestiones esenciales del Derecho de sociedades y del mercado de valores, logrando una mejor comprensión de los mecanismos de control empresarial y de las posibles respuestas defensivas frente a intentos de toma de control.

1.2. Objetivos

El presente Trabajo de Fin de Grado tiene como objetivo principal analizar el deber de pasividad en las OPAs y su relación con las medidas de defensa, prestando especial atención a su configuración en el ordenamiento jurídico español y su contraste con el modelo estadounidense. A través de este análisis, se pretende comprender el papel que desempeña dicho deber en el equilibrio entre la protección de los accionistas, la eficiencia en los procesos de toma de control de las sociedades de control societario y las facultades de los órganos de administración de la sociedad afectada.

En particular, el trabajo se propone abordar algunos de los problemas centrales que plantea esta materia: hasta qué punto la regulación protege la decisión de los accionistas sin vaciar de contenido los deberes generales de los administradores y cómo se articula el equilibrio entre el deber de lealtad, el deber de pasividad y las medidas de defensa.

De esta manera, el trabajo aspira a extraer conclusiones críticas sobre la eficacia del deber de pasividad como mecanismo de protección de los accionistas y del interés

social, así como a plantear posibles líneas de reflexión de cara a su evolución futura. Todo ello sobre la base de un análisis comparado entre España y Estados Unidos.

1.3. Metodología

La metodología empleada en este Trabajo de Fin de Grado consiste, en primer lugar, en el análisis del marco regulador relevante en materia de ofertas públicas de adquisición y del deber de pasividad, tanto en el ordenamiento jurídico español como en el estadounidense. Este estudio abarca no solo la normativa aplicable, sino también la doctrina científica y, de manera especialmente relevante en el caso estadounidense, la jurisprudencia, que desempeña un papel fundamental en la interpretación y desarrollo de una regulación positiva. De este modo, se pretende delimitar el régimen jurídico aplicable de cada sistema y comprender las bases sobre las que se asienta la actuación de los órganos de administración frente a una OPA.

Al mismo tiempo, se realiza una comparación entre ambos modelos, con el objetivo de identificar las principales diferencias y similitudes en el tratamiento del deber de pasividad y las medidas de defensa.

Por último, a lo largo de todo el trabajo se analizan casos relevantes, tanto en España como en Estados Unidos, que permiten ilustrar la aplicación práctica de los conceptos abordados y reforzar el enfoque comparativo del trabajo.

2. Marco conceptual

2.1. Concepto y finalidad de la oferta pública de adquisición

La oferta pública de adquisición (OPA) puede definirse como una operación, de carácter voluntario u obligatorio dirigida a los titulares de valores de una sociedad (con excepción de las ofertas realizadas por la propia sociedad afectada) con la finalidad de adquirir la totalidad o parte de dichos valores, siempre que dicha oferta tenga por objetivo o sea consecuencia de la toma de control de la sociedad¹². Esta definición evidencia dos ideas principales: (i) la OPA es un procedimiento estandarizado de adquisición dirigido a todos los titulares de valores comprendidos en la oferta, y (ii) su lógica regulatoria se conecta con los cambios de control en sociedades.

Desde la perspectiva del ordenamiento español, la OPA se inserta en un marco normativo que arranca con la Ley del Mercado de Valores reformada en 2007³ y se desarrolla reglamentariamente mediante el Real Decreto 1066/2007⁴. En concreto, el propio Real Decreto 1066/2007 subraya el doble objetivo de la reforma: transponer la Directiva 2004/25/CE⁵ y, a la vez, “garantizar que las ofertas públicas de adquisición se lleven a cabo en un marco legal completo con total seguridad jurídica”⁶.

La finalidad de esta disciplina se aprecia con especial claridad en el considerando 2 de la Directiva 2004/25/CE: se pretende proteger los intereses de los titulares de valores cuando una sociedad cotizada sea objeto de una oferta o de un cambio de control⁷. Esta finalidad protectora se vincula a que la Directiva, en su artículo 3, se apoya en los principios generales de trato equivalente e información suficiente. Igualmente, se crea como regla de protección en el artículo 5 la OPA obligatoria a

¹ Sanz Bayón, P. “OPAs hostiles: reflexión sobre la tutela de los accionistas minoritarios y propuestas de reforma”. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº 27, 2020, p.10.

² Paredes Galego, C. et al., “Ofertas públicas de adquisición de valores (I)” en Sebastián Quetglas, R. (dir.) y Jordano Luna, M. (coord.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, La Ley, Madrid, 2016, pp. 490-491.

³ Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, BOE núm. 89, de 13 de abril de 2007.

⁴ Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, BOE núm. 178, de 26 de julio de 2007.

⁵ Directiva 2004/25/CE del Parlamento europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición, DOUE L 142, de 30 de abril de 2004.

⁶ Cuatrecasas, «Una década de aplicación del actual régimen de OPAs en España. Guía práctica», 28 de febrero de 2017, p. 10.

⁷ Uría Menéndez. *Guía sobre el nuevo régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores*. Madrid, 2007, p. 153.

precio equitativo para proteger a los minoritarios ante el cambio de control⁸. En términos económicos e institucionales, la CNMV destaca que estas operaciones determinan “quién controla la gestión de grandes sociedades” y que ello afecta al bienestar de múltiples colectivos (accionistas, acreedores, gestores, trabajadores, consumidores y administraciones)⁹.

En este contexto, adquiere especial relevancia la posición de los administradores de la sociedad afectada, quienes se encuentran en una situación potencial de conflicto de interés. Por un lado, están llamados a desempeñar un papel informativo clave, debiendo emitir un informe en el que valoren la oferta y recomienden su aceptación o rechazo a los accionistas; por otro, el eventual éxito de la OPA puede implicar su cese o una alteración sustancial de su posición en la sociedad. Esta tensión entre su deber de actuar en interés de los accionistas y sus intereses personales justifica, en gran medida, la preocupación del legislador por limitar su capacidad de interferencia en el proceso de la oferta y refuerza la lógica protectora que inspira la regulación de las OPAs.

En cuanto a la tipología, el Derecho español parte de una división principal entre OPAs obligatorias y voluntarias. El Real Decreto se aplica “a todas las ofertas públicas de adquisición, ya sean voluntarias u obligatorias, que se formulen sobre una sociedad cotizada”¹⁰.

Las OPAs obligatorias se caracterizan por imponerse legalmente cuando una persona física o jurídica alcanza el control de una sociedad (cuyo umbral, para sociedades cotizadas, se encuentra fijado en España en el 30%), debiendo formular una oferta dirigida a la totalidad de los valores con derecho de voto, a un precio equitativo¹¹. Este modelo responde al denominado sistema de OPA “a posteriori” y total, introducido tras la reforma de 2007, cuyo objetivo es garantizar que todos los

⁸ Tapia Hermida, A.J., *El régimen de las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs) en la Unión Europea y en España*. Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, Universidad Complutense de Madrid, 2008, p. 11.

⁹ Aparicio Roqueiro, C.L., *Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas*. Monografía CNMV nº 20, Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2007, p. 11.

¹⁰ Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, BOE núm. 178, de 26 de julio de 2007, Preámbulo II.

¹¹ Tapia Hermida, A.J., *op.cit.*, p. 13.

accionistas puedan salir de la sociedad en condiciones justas una vez producido el cambio de control¹².

Por su parte, las OPAs voluntarias son aquellas que se formulan sin que exista una obligación previa derivada de la adquisición del control. Estas ofertas pueden ser utilizadas tanto por quienes aún no ostentan el control y desean adquirirlo, como por quienes ya lo tienen y pretenden incrementar su participación. Aunque su formulación es discrecional, las OPAs voluntarias se someten en gran medida a las mismas reglas que las obligatorias, especialmente en materia de información y garantías, lo que refuerza la coherencia del sistema¹³.

Junto a la anterior categoría, la normativa contempla otros supuestos, entre los que destacan la OPA de exclusión y la OPA por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias. En estas las medidas de defensa no son relevantes por definición, ya que tanto la exclusión como la reducción de capital vendrán impulsadas por el órgano de administración.

La OPA de exclusión se exige cuando una sociedad cotizada acuerda la exclusión de sus acciones de negociación en un mercado regulado, con el fin de permitir que los accionistas que no deseen permanecer en una sociedad no cotizada puedan transmitir sus valores en condiciones equitativas. Esta oferta debe formularse, como regla general, por quien promueva la exclusión y a un precio que refleje el valor razonable de las acciones, reforzando así la protección de los accionistas¹⁴.

Por su parte, la OPA por reducción de capital tiene lugar cuando una sociedad acuerda una reducción de capital mediante la adquisición de acciones propias. En este supuesto, la normativa impone la formulación de una OPA dirigida a todos los accionistas afectados, con el objetivo de respetar el principio de igualdad de trato y evitar que la operación beneficie únicamente a determinados socios¹⁵. De esta manera, el objetivo de este tipo de OPA no es responder a un cambio de control, sino a la necesidad de garantizar la equidad en operaciones societarias como la reducción de capital, que tienen un impacto directo en la estructura accionarial.

¹² Tapia Hermida, A.J., *op.cit.*, p. 13.

¹³ Uría Menéndez, *op. cit.*, pp. 19-20.

¹⁴ *Ibid.*, p. 20.

¹⁵ *Id.*

Finalmente, desde un punto de vista material, encontramos OPAs amistosas y OPAs hostiles. Las OPAs amistosas son aquellas que cuentan con el apoyo o, al menos, con la neutralidad del órgano de administración de la sociedad afectada y, en muchos casos, con el respaldo de un núcleo duro de accionistas o de accionistas con participaciones mayoritarias, mientras que las OPAs hostiles se caracterizan por formularse en contra de la voluntad del consejo de administración¹⁶. Esta distinción, aunque no tiene relevancia normativa directa, es de gran importancia en la práctica, pues condiciona la actitud de los administradores y el eventual uso de medidas defensivas¹⁷.

En definitiva, la OPA se configura en el Derecho español como un instrumento esencial para ordenar los cambios de control en las sociedades cotizadas, garantizando la transparencia del proceso, la igualdad de trato entre accionistas y la protección de los inversores, especialmente de los minoritarios.

2.2. Origen y evolución del deber de pasividad

El deber de pasividad (o deber de abstención) obliga a los administradores de la sociedad afectada a abstenerse de realizar actuaciones que puedan impedir o frustren el éxito de la oferta desde el momento que se anuncia o hace pública una OPA, trasladando la decisión (de aceptar o no la oferta) al plano propio de los accionistas. De esta manera, la finalidad inmediata es evitar que el órgano de administración “despliegue cualquier dispositivo que haga fracasar la oferta” sin dar a los accionistas la posibilidad de pronunciarse acerca de la misma, garantizando que el proceso se desarrolle sin ningún tipo de interferencia del consejo en perjuicio del “transcurso natural” de la OPA¹⁸.

La lógica del deber de pasividad recae en que, una vez formulada la oferta, sean los accionistas los que decidan por sí mismos si aceptan o rechazan, porque son el mejor “juez” de su propio interés patrimonial en la operación¹⁹.

¹⁶ Tapia Hermida, A.J., *op.cit.*, p. 15.

¹⁷ Sanz Bayón, P., “OPAs hostiles...”, *op. cit.*, pp. 2-3.

¹⁸ Gómez Pomar, F., Sáez Lacave, M. I., “La eficacia del deber de pasividad de los administradores sociales en presencia de una OPA: mecanismos privados frente a públicos.” *InDret – Revista para el Análisis del Derecho*, nº1, 2007 p. 3.

¹⁹ Gómez Pomar, F., Sáez Lacave, M. I., *op.cit.*, p. 3.

Desde un punto de vista histórico, el deber de pasividad en Europa se comprende como parte del proceso de armonización que culmina con la Directiva 2004/25/CE, que pretendía establecer principios comunes para que los accionistas pudieran participar en un eventual cambio de control, pero limitando la proliferación de medidas defensivas en los mercados²⁰. En este contexto, la Directiva dedica su artículo 9 a disciplinar la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada, partiendo de la idea de que, una vez formulado la oferta, no debe ser el consejo quien frustre o condicione decisivamente el proceso, sino los accionistas quienes adopten la decisión última. A su vez, el artículo 11 introduce el denominado principio de neutralización (“*break-through rule*”) de determinadas barreras estatutarias o contractuales, con el propósito de evitar que restricciones a la transmisibilidad, limitaciones al voto o derechos especiales impidan de antemano la efectividad de una OPA. Sin embargo, ambos elementos quedaron notablemente relativizados por el sistema de opciones y exenciones del artículo 12, que permitió a los Estados miembros y a las propias sociedades apartarse de ese régimen y redujo, en la práctica, la fuerza armonizadora de la Directiva.

En España, la evolución normativa del deber de pasividad está estrechamente ligada a la transposición de la Directiva y a la reforma de 2007. El actual artículo 114 LMVSI procede del itinerario normativo que arranca en el artículo 60 bis de la antigua Ley 24/1988, introducido por la Ley 6/2007, y posteriormente recogido en el artículo 134 del TRLMV de 2015, hasta desembocar en su formulación vigente.

Esta reforma no solo incorporó en sede legal el deber de pasividad, sino también la segunda obligación característica del artículo 9 de la Directiva: la publicación por el órgano de administración de un informe motivado sobre la OPA, concebido como pieza informativa relevante para que los accionistas formen su decisión. El desarrollo reglamentario se llevó a cabo mediante el Real Decreto 1006/2007, situando el deber de pasividad en el artículo 28 y la obligación de elaborar y publicar el mencionado informe en el artículo 24²¹.

²⁰ Sánchez-Calero, J., “La armonización disgregante: La Directiva de OPAs y el principio de neutralización de medidas defensivas”. *Documento de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, Universidad Complutense de Madrid, 2006, p. 10.

²¹ Pereda Espeso, J. y Velasco González-Calvo, J.F., “Capítulo V. Ofertas públicas de adquisición”, *Comentario a la Ley de los mercados de Valores y de los Servicios de Inversión*, Aranzadi, p. 46.

A partir de ese momento, podemos hablar de una evolución material del deber de pasividad en dos direcciones. Por un lado, su consolidación como pieza estructural en los procesos de toma de control de sociedades en el entorno europeo, en el que se considera una institución “difícilmente reemplazable” para sostener el funcionamiento de ese mercado²². La idea es doble: (i) evitar decisiones defensivas influenciadas por conflictos de interés, ya que el incentivo del administrador a bloquear una OPA por temor a perder el cargo es evidente, y (ii) favorecer un mercado de control más dinámico que delimite la gestión y, en última instancia, incremente el bienestar social²³.

Por otro lado, su evolución también se aprecia en la configuración de excepciones y modulaciones. La directiva admite expresamente la búsqueda de una oferta competidora como excepción típica, y el Derecho español recoge un esquema de autorización por la junta general para determinadas actuaciones defensivas, reservando a la junta de accionistas la decisión última cuando la actuación del consejo pueda frustrar la oferta²⁴. Ahora bien, este modelo plantea ciertas dudas desde una perspectiva funcional, en la medida en que la intervención de la junta, aunque refuerza la legitimidad de la decisión, puede introducir retrasos incompatibles con la rapidez que caracteriza a una OPA. En este sentido, cabe cuestionar si el sistema español logra un equilibrio adecuado entre control de los administradores y eficacia en la respuesta frente a la OPA.

Finalmente, uno de los rasgos más discutidos en la evolución española es la incorporación de un principio de reciprocidad. El ordenamiento permite que la sociedad afectada no aplique el deber de pasividad si la OPA proviene de un oferente sujeto a un sistema que no impone reglas equivalentes; esta norma se presenta como importación de la Directiva (art. 12) y se positiviza en el artículo 114.3 LMVSI y en el artículo 28.5 del RD de OPAs²⁵.

La doctrina subraya que dicha reciprocidad se justifica como “igualdad de armas” o “*level playing field*”, pero resulta difícil de sostener si se entiende la pasividad como una derivación del deber de lealtad y como garantía de que la decisión corresponde a

²² Gómez Pomar, F., Sáez Lacave, M. I., *op.cit.*, p. 41.

²³ *Ibid.*, p. 4.

²⁴ *Ibid.*, p. 3.

²⁵ *Ibid.*, pp. 34-35.

los accionistas; por eso se afirma que su fundamento es débil y su vigencia práctica limitada, entre otras razones por la exigencia temporal de aprobación previa por la junta²⁶.

En resumen, la trayectoria del deber de pasividad en España combina una clara transposición del modelo europeo (especialmente el artículo 9 de la Directiva) con su concreción en el ordenamiento interno a través de mecanismos como la autorización de la junta, el informe motivado del órgano de administración y la regla de reciprocidad, todos ellos previstos en la propia Directiva, aunque desarrollados y articulados de forma específica por la normativa española. Estos elementos anticipan, además, los problemas centrales de este Trabajo de Fin de Grado, ya anticipados en el apartado 1.2 anterior.

2.3. La relación entre deber de pasividad e interés social y el resto de los deberes de los administradores (deber de lealtad / *duty care*)

El deber de pasividad se inserta en el ordenamiento jurídico como una regla especial que incide directamente sobre el estatuto general de los administradores, condicionando el ejercicio de sus facultades durante la pendencia de una OPA. Su análisis exige, por tanto, ponerlo en relación con los deberes generales de diligencia y lealtad, así como con la noción de interés social, que actúa como parámetro último de la actuación de los órganos de administración.

Por un lado, el interés social ha sido tradicionalmente concebido en el Derecho de sociedades español como el interés común de los socios en maximizar el valor de su inversión, salvo previsión estatutaria en contrario. De esta manera, el interés social no se identifica con intereses externos a la sociedad, sino con el interés común de todos los accionistas, y su función es servir de criterio de control de las decisiones de los órganos sociales²⁷. En esta línea, el interés social se configura como el referente natural del deber de lealtad, en la medida en que los administradores deben actuar subordinando su interés personal al interés de la sociedad²⁸.

²⁶ *Id.*

²⁷ Alfaro Águila-Real, J., “El interés social y los deberes de lealtad de los administradores”, *Anuario de la Facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Madrid*, p. 234.

²⁸ *Ibid.*, p. 232.

Sobre esta base, el deber de pasividad encuentra un encaje natural dentro del deber de lealtad, en tanto que pretende gestionar una situación de conflicto de intereses especialmente intenso. Así, ante una OPA, los administradores se enfrentan a incentivos estructurales para bloquear la oferta, dado que el éxito de esta suele llevar al cese de parte de los administradores. En este contexto, la abstención aparece como la solución clásica para neutralizar el riesgo de deslealtad, evitando que los administradores adopten decisiones que respondan a su propio interés y no al de los accionistas²⁹.

En definitiva, el deber de pasividad no constituye una anomalía dentro del sistema, sino una concreción del deber de lealtad en un supuesto típico de conflicto como puede ser una OPA. La regla desplaza la decisión sobre el cambio de control del órgano de administración hacia los accionistas, bajo la premisa de que estos son los mejores jueces de su propio interés³⁰. Así, el deber de pasividad no limita de manera ilegítima la autonomía del administrador, sino que canaliza su actuación hacia el interés social, expresado en este sentido como la libertad de decisión de los socios sobre la transmisión de sus acciones.

Más problemático resulta el encaje del deber de pasividad con el deber de diligencia. Este deber, configurado en el artículo 225 LSC, impone a los administradores la obligación de actuar con la diligencia de un ordenado empresario, lo que incluye la adopción de decisiones estratégicas en interés de la sociedad. Parte de la doctrina ha señalado que la pasividad podría entrar en tensión con esta obligación, al impedir que el consejo adopte medidas que considere necesarias para proteger la viabilidad o el proyecto empresarial de la sociedad. Sin embargo, como destaca la doctrina reciente, el Derecho del mercado de valores introduce aquí una regla especial que prima sobre el régimen general, precisamente porque el legislador entiende que, en el contexto de una OPA, el riesgo de decisiones estratégicas sesgadas supera los beneficios potenciales de una intervención activa del consejo³¹.

En esta línea, el deber de pasividad no elimina el deber de diligencia, sino que concreta su contenido durante el periodo de la oferta. El administrador sigue estando

²⁹ Gómez Pomar, F., Sáez Lacave, M. I., *op.cit.*, p. 4.

³⁰ *Ibid.*, p. 3.

³¹ Hierro Anibarro, S. Martín Zamarriego, A., “Deberes de administradores en la Adquisición de empresas en el mercado bursátil”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº 32, Editorial LA LEY, 2023, p. 5.

obligado a actuar diligentemente, pero esa diligencia se manifiesta, fundamentalmente, en el cumplimiento de sus deberes informativos (por ejemplo, el informe del artículo 114 LMVSI) y en la correcta gestión de la sociedad, sin perjuicio de que la decisión de adoptar o no determinadas medidas defensivas deba también valorarse a la luz de dicho deber, siempre dentro de los límites impuestos por el propio deber de pasividad.

Este planteamiento explica también la opción del Derecho europeo y español por un modelo inspirado en el *Takeover Code* británico, que limita de forma intensa la capacidad de actuación del consejo frente a una OPA, en contraste con el modelo estadounidense, donde los deberes fiduciarios se han desarrollado precisamente en el contexto de adquisiciones hostiles y han servido para legitimar una amplia discrecionalidad defensiva del órgano de administración³². Por tanto, la elección europea parece responder a una preferencia por atribuir la decisión última a los accionistas, reduciendo el margen de intervención del consejo, frente al modelo estadounidense, que confía en mayor medida en la capacidad de los administradores para valorar y responder a la oferta en defensa del interés social.

En conclusión, la relación entre el deber de pasividad, el interés social y los deberes de los administradores puede sintetizarse en que la pasividad no contradice el interés social ni los deberes fiduciarios, sino que los concreta en un contexto específico de elevado conflicto de intereses para los administradores. De esta manera, el ordenamiento refuerza la decisión de los accionistas y reduce el riesgo de comportamientos oportunistas, aun a costa de limitar temporalmente la discrecionalidad de los administradores. Esta tensión estructural será, precisamente, uno de los ejes del análisis posterior sobre las medidas de defensa y su compatibilidad con el deber de pasividad.

2.4. Excepciones y papel de la CNMV

Aunque el deber de pasividad se configura como una regla central del régimen de las OPAs en el Derecho español, su aplicación no es absoluta, sino que se articula mediante un sistema de excepciones que permiten compatibilizar la protección de los accionistas con ciertas necesidades de flexibilidad.

³² *Ibid.*, p. 3.

En primer lugar, la Directiva 2004/25/CE excluye expresamente de la prohibición de actuación la búsqueda de ofertas competidoras (art. 9.2), al entender que la concurrencia de oferentes puede mejorar las condiciones económicas de la operación sin alterar el principio de que la decisión final corresponde a los accionistas³³. En coherencia con ello, el ordenamiento español permite que el órgano de administración promueva activamente la aparición de ofertas alternativas.

En segundo lugar, el sistema español admite la adopción de determinadas medidas defensivas siempre que cuenten con la autorización previa de la junta general. De este modo, el legislador no elimina por completo las facultades defensivas, sino que las somete al control de la junta, reforzando por tanto la voluntad de los accionistas ante una OPA³⁴.

Asimismo, debe mencionarse la regla de reciprocidad explicada anteriormente, en virtud de la cual la sociedad afectada puede no aplicar el deber de pasividad cuando el oferente no esté sujeto a una obligación equivalente en su propio ordenamiento jurídico, lo que introduce un elemento adicional de flexibilidad en el sistema.

Finalmente, la eficacia de este esquema descansa en gran medida en la actuación de la CNMV como autoridad supervisora. Más allá del control formal del procedimiento, la CNMV desempeña una función clave de la vigilancia del cumplimiento del deber de pasividad y en la corrección de conductas contrarias al régimen de OPAs³⁵. A tal fin, la CNMV tiene potestades de supervisión, interpretación y sanción que le permiten corregir conductas contrarias al régimen de OPAs y disuadir infracciones del deber de pasividad.

En conjunto, el régimen español configura un modelo en el que la regla de la abstención del consejo se ve modulada por excepciones tasadas y por un relevante control público, reflejando la voluntad del legislador de reservar el protagonismo a los accionistas, sin renunciar completamente a la flexibilidad del sistema.

³³ Gómez Pomar, F., Sáez Lacave, M. I., *op.cit.*, p. 3.

³⁴ Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, BOE núm. 178, de 26 de julio de 2007, artículo 28.2.

³⁵ Gómez Pomar, F., Sáez Lacave, M. I., *op.cit.*, p. 25.

3. Las medidas de defensa frente a OPAs hostiles en España vs EEUU.

3.1. Finalidad de las medidas defensivas

Las medidas defensivas frente a las OPAs hostiles constituyen uno de los elementos más controvertidos del derecho de sociedades. Su finalidad se sitúa en el centro del debate sobre el papel de los administradores durante una OPA y sobre el equilibrio entre la protección de la sociedad y el funcionamiento eficiente del mercado. Desde una perspectiva general, la doctrina coincide en que estas medidas buscan permitir a la sociedad objetivo reaccionar frente a adquisiciones potencialmente perjudiciales, evitando que el control de la compañía cambie de manos sin una adecuada valoración de sus consecuencias estratégicas o económicas³⁶.

En el contexto europeo, la finalidad de las medidas defensivas se vincula estrechamente con la tensión existente entre dos principios fundamentales: por un lado, la función disciplinaria que cumplen los procesos de toma de control sobre la actuación de los gestores, y por otro, la necesidad de preservar la estabilidad y el interés social de la compañía frente a adquisiciones oportunistas. Así, uno de los objetivos centrales del régimen europeo de OPAs ha sido facilitar el funcionamiento del mercado, entendido como un mecanismo que favorece la eficiencia empresarial al permitir que empresas mal gestionadas sean adquiridas por operadores más eficientes³⁷.

En este contexto, las medidas defensivas cumplen inicialmente una función protectora del interés social. La doctrina destaca que una OPA hostil puede responder a objetivos meramente oportunistas del oferente, como aprovechar una coyuntura temporal o perseguir estrategias de desmantelamiento empresarial que perjudiquen a largo plazo a la sociedad y a sus accionistas. En este sentido, las defensas permiten a los administradores ganar tiempo para evaluar adecuadamente la oferta y explorar alternativas estratégicas, como la búsqueda de ofertas competidoras o la negociación de mejores condiciones para los accionistas³⁸.

³⁶ Sanz Bayón, P., “OPAs hostiles...”, *op. cit.*, p. 6.

³⁷ Davies, P., Schuster, E.-P. y Van De Walle De Ghelcke, E., “The Takeover Directive as a Protectionist Tool?”, *ECGI Law Working Paper*, nº 141, 2010, p.16.

³⁸ Sanz Bayón, P., “OPAs hostiles...”, *op. cit.*, p. 6.

Desde el punto de vista económico, la finalidad de estas medidas también se relaciona con la corrección de posibles fallos en una OPA. Se ha demostrado que las adquisiciones hostiles no siempre generan valor para los accionistas ni para la empresa en su conjunto, especialmente cuando responden a estrategias dirigidas a capturar el valor a corto plazo o a adquisiciones apalancadas excesivamente agresivas. En estos supuestos, las medidas defensivas permiten evitar decisiones precipitadas y asegurar que los accionistas dispongan de información suficiente para valorar la operación³⁹.

Por otra parte, la finalidad de las defensas también puede entenderse como un instrumento para reforzar la posición negociadora de la sociedad objetivo frente al oferente. De esta manera, los mecanismos defensivos permiten a los administradores negociar desde una posición menos vulnerable, lo que puede traducirse en ofertas más favorables para sus accionistas. En el contexto estadounidense, por ejemplo, la jurisprudencia de Delaware ha admitido que determinadas defensas son legítimas cuando se utilizan para obtener mejores condiciones económicas para los accionistas o para garantizar que la operación responde verdaderamente al interés de la sociedad⁴⁰.

En el ámbito europeo, esta finalidad negociadora se conecta con la idea de que las medidas defensivas no necesariamente impiden la adquisición, sino que modifican el proceso competitivo de adquisición, permitiendo que la oferta inicial sea revisada o mejorada. En otras palabras, no se trata tanto de bloquear la operación sino de condicionar las circunstancias en las que se produce. Así, las reglas sobre neutralidad del consejo y las limitaciones a las defensas buscan equilibrar la protección del mercado con la capacidad de reacción de la sociedad objetivo⁴¹.

No obstante, junto a estas finalidades legítimas, la doctrina también ha puesto de relieve los riesgos asociados al uso de medidas defensivas. En particular, existe el peligro de que los administradores utilicen estas herramientas para preservar su propia posición en la compañía, bloqueando ofertas que podrían resultar beneficiosas para

³⁹ Restrepo, F., Subramanian, G., *The Effect of Prohibiting Deal Protection in M&A: Evidence from the United Kingdom*, 2016, p. 2.

⁴⁰ Hurt, C., "The Hostile Poison Pill", *UC Davis Law Review*, vol. 50, 2016, pp. 146-151.

⁴¹ Mülbart, P. O., "Make It or Break It: The Break-Through Rule as a Break-Through for the European Takeover Directive?", *ECGI Law Working Paper*, nº13, 2003, pp. 11-12.

los accionistas. Este fenómeno, conocido como *managerial entrenchment*, constituye una de las principales críticas a la legitimidad de las defensas frente a OPAs hostiles⁴².

En este punto surge el verdadero núcleo del debate: determinar si las medidas defensivas responden a la protección del interés social o si, por el contrario, funcionan como instrumentos de autoprotección de los administradores. Parte de la doctrina europea considera que el problema no radica necesariamente en la existencia de mecanismos defensivos, sino en quién debe tener la última palabra sobre su utilización. De ahí que muchas regulaciones, incluida la española, hayan optado por limitar el margen de actuación de los administradores y reforzar el papel de los accionistas en la decisión final sobre la oferta⁴³.

Desde una perspectiva personal, considero que esta tensión es difícil de resolver, ya que no podemos asumir que todas las OPAs generen necesariamente valor. En este sentido, resulta razonable que el ordenamiento permita a la sociedad objetivo cierto margen de reacción frente a ofertas potencialmente perjudiciales. Sin embargo, considero que ese margen debe estar cuidadosamente limitado para evitar que las defensas se conviertan en un instrumento de bloqueo sistemático de adquisiciones.

Así, considero que la finalidad legítima de las medidas defensivas debe situarse en un equilibrio, de manera que pueden desempeñar un papel útil cuando se utilizan para mejorar el proceso de adquisición o para mejorar el interés social frente a ofertas claramente oportunistas. No obstante, su utilización debe someterse a controles estrictos que garanticen que la decisión final corresponde a los accionistas y no a los administradores que podrían verse afectados por el cambio de control en la sociedad.

En definitiva, la finalidad de las medidas defensivas frente a OPAs hostiles no puede entenderse únicamente como un mecanismo de bloqueo de adquisiciones. Su función real consiste en equilibrar el funcionamiento del mercado de control corporativo con la protección del interés social, permitiendo que las ofertas sean evaluadas adecuadamente y evitando al mismo tiempo que los administradores utilicen estas herramientas para perpetuarse en el poder.

3.2. Medidas defensivas ex ante y ex post

⁴² Hurt, C., *op.cit.*, pp. 139-141.

⁴³ Davies, P., Schuster, E.-P. y Van De Walle De Ghelcke, E., *op.cit.*, pp. 1-4.

El análisis de las medidas de defensa frente a OPAs hostiles suele estructurarse doctrinalmente a partir de una distinción fundamental basada en el momento en que dichas medidas son adoptadas, diferenciándose entre medidas ex ante y medidas ex post. Las primeras se establecen con anterioridad a la aparición de cualquier oferta concreta, normalmente como parte de la estructura estatutaria o institucional de la sociedad, mientras que las segundas se adoptan una vez que la amenaza de adquisición ya se ha materializado o cuando una oferta hostil ha sido formalmente presentada⁴⁴.

Esta clasificación responde en principio a un criterio temporal, pero también refleja diferencias relevantes desde el punto de vista funcional y jurídico. Las medidas ex ante forman parte del diseño organizativo de la sociedad y tienen como objetivo dificultar o encarecer una eventual adquisición futura. En cambio, las medidas ex post constituyen reacciones estratégicas frente a un oferente concreto y se adoptan en un contexto de conflicto directo entre el órgano de administración y el adquirente potencial. Precisamente por esta razón, las medidas ex post plantean con mayor intensidad el problema del posible conflicto de intereses entre los administradores y los accionistas, lo que explica que muchos ordenamientos las sometan a límites o controles específicos⁴⁵.

La relevancia de esta distinción se aprecia claramente en el derecho comparado. El derecho estadounidense, especialmente el desarrollado en el estado de Delaware, ha reconocido tradicionalmente un margen considerable al consejo de administración para reaccionar frente a ofertas hostiles, lo que ha permitido el desarrollo de un amplio catálogo de defensas ex post. Por el contrario, el modelo europeo ha tendido a restringir la capacidad de reacción de los administradores una vez anunciada la oferta, lo que ha favorecido el uso de mecanismos estructurales adoptados con carácter preventivo⁴⁶.

Desde una perspectiva personal, esta diferencia estructural resulta especialmente relevante para comprender el funcionamiento práctico de ambos sistemas. El modelo estadounidense confía en mayor medida en el control judicial posterior sobre las decisiones del consejo, mientras que el modelo europeo tiende a limitar de antemano

⁴⁴ Sánchez Andrés, A., “Sobre los modos de oposición a una OPA hostil: blindajes y otras medidas defensivas”, *Revista Jurídica Universidad Autónoma de Madrid*, nº 8, 2003, pp. 334-335.

⁴⁵ Hurt, C., *op.cit.*, pp. 146-148.

⁴⁶ Armour, J., Skeel, D. A., “Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation”, *ECGI Law Working Paper*, nº73, 2006, pp. 1734-1736.

la capacidad de reacción de los administradores, desplazando el debate hacia el diseño institucional de la sociedad.

A continuación, se van a presentar una a una las distintas medidas ex ante y ex post que destacan.

1. Medidas defensivas ex ante

a. Limitaciones estatutarias al derecho de voto:

Uno de los mecanismos más conocidos en el derecho societario español ha sido la limitación estatutaria del número máximo de votos que puede ejercer un mismo accionista. Mediante este tipo de cláusulas se impide que un accionista que haya adquirido una participación significativa en el capital social pueda ejercer la totalidad de los derechos políticos correspondientes a esa participación. Como consecuencia, la obtención del control efectivo requiere adquirir una proporción de capital mucho mayor que la que normalmente sería necesaria para dominar la junta general⁴⁷.

Este tipo de mecanismos han sido utilizados históricamente como instrumentos de blindaje frente a OPAs hostiles en diversas sociedades cotizadas españolas. Sin embargo, su utilización también ha sido objeto de críticas doctrinales, ya que introduce una distorsión relevante entre el principio de proporcionalidad entre capital y poder político dentro de la sociedad, favoreciendo a determinados accionistas o a los administradores en detrimento de otros accionistas⁴⁸. En este sentido, el ordenamiento jurídico español ha introducido límites a este tipo de cláusulas, destacando el artículo 527 de la Ley de Sociedades de Capital, que prevé que las previsiones que limiten el número máximo de votos que pueden emitir un mismo accionista, las sociedades pertenecientes a un mismo grupo o quienes actúen de forma concertada con los anteriores, quedarán sin efecto cuando tras una oferta pública de adquisición, el oferente haya alcanzado un porcentaje igual o superior al 70 por ciento del capital que confiera derechos de voto, salvo que dicho oferente no estuviera sujeto a medidas de neutralización equivalentes o no las hubiera adoptado..

⁴⁷ Sánchez Andrés, A., *op.cit.*, pp. 344-346.

⁴⁸ *Ibid.*, pp. 344-347.

Desde una perspectiva crítica, parece razonable cuestionarse hasta qué punto este tipo de limitaciones resulta compatible con un sistema de gobierno corporativo basado en la igualdad entre accionistas. Si bien pueden servir para proteger la estabilidad de la compañía frente a adquisiciones oportunistas, también pueden convertirse en un instrumento de conservación del poder por parte de quienes ya controlan la sociedad.

b. Quórum y mayorías reforzadas

Otra técnica *ex ante* consiste en establecer quórum o mayorías reforzadas para determinadas decisiones societarias, especialmente aquellas relacionadas con modificaciones estatutarias, fusiones u otras operaciones estructurales. Este tipo de cláusulas obliga al adquirente potencial a reunir un nivel de apoyo accionario mucho más elevado para poder tomar el control de la sociedad una vez obtenida una participación relevante en el capital⁴⁹.

En el derecho estadounidense existen mecanismos funcionalmente similares. Muchas sociedades incorporan cláusulas de *supermajority provisions*, que exigen mayorías cualificadas para aprobar determinadas operaciones societarias. Asimismo, diversas legislaciones estatales establecen limitaciones a la capacidad del nuevo accionista de control para realizar operaciones con la sociedad durante un periodo de tiempo tras la adquisición⁵⁰.

En mi opinión, este tipo de mecanismos puede resultar razonable cuando el objetivo es proteger a los accionistas minoritarios frente a decisiones estructurales especialmente relevantes. Sin embargo, cuando se utilizan como instrumentos para dificultar artificialmente la sustitución del control de la sociedad, su legitimidad resulta mucho más discutible.

c. Estructuras accionarias reforzadas

Otra defensa *ex ante* consiste en la creación de estructuras accionarias que refuercen el control de determinados accionistas, por ejemplo, mediante acciones con derechos de voto diferenciados o mediante mecanismos que permiten mantener el control de la sociedad con una inversión económica menor. Estas estructuras alteran el equilibrio entre participación económica y

⁴⁹ Sánchez Andrés, A., *op.cit.*, p. 348-349.

⁵⁰ Armour, J., Skeel, D. A., *op.cit.*, p. 1735.

poder político dentro de la sociedad y pueden dificultar considerablemente la adquisición hostil de la compañía⁵¹.

En Europa recientemente se ha reavivado el debate sobre instrumentos como las acciones de lealtad, en la medida que permiten reforzar la posición de los accionistas estables frente a inversores que adquieran participaciones con una estrategia más especulativa o de corto plazo⁵².

Desde una perspectiva personal, este tipo de estructuras plantea una cuestión interesante. Por un lado, pueden favorecer la estabilidad accionarial y la planificación empresarial a largo plazo. Por otro, también pueden dificultar la disciplina externa que realicen inversores sobre la gestión de la compañía.

d. *Staggered board* o consejo escalonado:

En el derecho estadounidense, una de las defensas ex ante más relevantes es el *staggered board* o consejo escalonado. Este sistema divide el consejo de administración en distintas clases de consejeros que se renuevan en momentos diferentes. Como resultado, incluso si un adquirente logra una participación significativa en el capital, no puede sustituir inmediatamente a la totalidad del consejo, sino que debe esperar varios ciclos para modificar completamente su composición⁵³.

La importancia de este mecanismo radica especialmente en su combinación con otras defensas, en particular con la *poison pill*. La coexistencia de ambas estructuras puede otorgar al consejo una capacidad muy significativa para resistir adquisiciones hostiles, lo que ha generado un intenso debate doctrinal sobre sus efectos en la eficiencia del gobierno corporativo⁵⁴.

2. Medidas defensivas ex post:

a. *Poison pill* o *shareholder rights plan*

La medida defensiva ex post más conocida del derecho estadounidense es la *poison pill* o *shareholder rights plan*. Este mecanismo consiste en la emisión de derechos a favor de los accionistas que se activan cuando un accionista supera un determinado porcentaje del capital. Una vez activados, los accionistas (excepto el adquirente hostil) pueden adquirir nuevas

⁵¹ *Ibid.*, pp. 1788.

⁵² Ringe, W. G., “Deviations from Ownership-Control Proportionality – Economic Protectionism Revisited”, *Company Law and Economic Protectionism*, 2010, p. 209.

⁵³ Armour, J., Skeel, D. A., *op.cit.*, pp. 1734-1736.

⁵⁴ *Ibid.*, pp. 1734-1742.

acciones a un precio reducido, lo que provoca una fuerte dilución de la participación del oferente y hace extremadamente costosa la adquisición sin la aprobación del consejo de administración⁵⁵.

La legitimidad de este mecanismo fue reconocida por la jurisprudencia del estado de Delaware en el conocido caso *Moran v. Household International*, en el que se consideró que el consejo de administración podía adoptar este tipo de mecanismos para proteger a la sociedad frente a adquisiciones hostiles⁵⁶.

La doctrina ha señalado que el principal efecto de la *poison pill* no consiste necesariamente en impedir la adquisición, sino en obligar al oferente a negociar con el consejo de administración si quiere completar la operación. En este sentido, el mecanismo funciona como una herramienta de negociación que permite al consejo influir decisivamente en el proceso de adquisición⁵⁷.

Desde una perspectiva personal, la *poison pill* ilustra de manera clara la lógica del modelo estadounidense: no se prohíben las defensas más intensas, pero se someten a un control judicial posterior destinado a garantizar que el consejo actúa de manera razonable y proporcional.

b. *White knight* o caballero blanco:

Otra defensa ex post consiste en la búsqueda de un llamado caballero blanco. Esto implica promover la entrada de un tercer adquirente que resulte más favorable para la sociedad objetivo que el oferente hostil inicial. En lugar de bloquear completamente la operación, esta estrategia busca redirigir el proceso de adquisición hacia un comprador más aceptable o que ofrezca mejores condiciones económicas para los accionistas⁵⁸.

El caso *Revlon v. MacAndrews & Forbes* constituye uno de los ejemplos más conocidos de esta estrategia, en el que el consejo buscó activamente un adquirente alternativo para contrarrestar la oferta hostil existente⁵⁹.

A diferencia de otras medidas defensivas, la búsqueda de un caballero blanco suele considerarse menos problemático desde el punto de vista del gobierno

⁵⁵ Hurt, C., *op.cit.*, pp. 147-148.

⁵⁶ *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

⁵⁷ Hurt, C., *op.cit.*, pp. 147-151.

⁵⁸ Sánchez Andrés, A., *op.cit.*, p. 340.

⁵⁹ *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986).

corporativo, ya que puede favorecer la competencia entre adquirentes y mejorar el precio final ofrecido a los accionistas.

c. *Break-up fee o termination fee:*

Otra técnica relevante es el *break-up fee*, que consiste en una cláusula por la cual la sociedad objetivo se compromete a pagar una compensación al primer oferente si finalmente la operación no se completa, por ejemplo, porque aparece una oferta superior y la sociedad decide aceptar esta última. Este mecanismo busca compensar al primer oferente por los costes y riesgos asociados al inicio de la operación⁶⁰.

No obstante, conviene precisar que este tipo de cláusulas no constituyen propiamente una medida defensiva de la sociedad afectada, sino un instrumento vinculado a la estructura de la oferta inicial. Su finalidad no es tanto proteger a la sociedad objetivo frente a una OPA, sino desincentivar o encarecer la aparición de ofertas competidoras. Por tanto, estas cláusulas reducen la posibilidad de que aparezca un tercero que compita por adquirir el control, precisamente porque ese tercero deberá compensar económicamente el coste de esta cláusula⁶¹.

En el Reino Unido, este tipo de cláusulas estuvieron durante años limitadas aproximadamente al 1% del valor de la transacción, lo que permitía incentivar las ofertas iniciales sin boquear completamente la competencia entre adquirentes⁶². Sin embargo, el régimen vigente ha evolucionado hacia una posición mucho más restrictiva, prohibiendo con carácter general este tipo de acuerdos conforme a la Rule 21.2 del *Takeover Code*⁶³.

En Estados Unidos, en cambio, la validez de estas cláusulas depende de su evaluación judicial en relación con los deberes fiduciarios del consejo y con su impacto en la competencia entre oferentes⁶⁴. Ahora bien, una lógica semejante se observa en el ordenamiento español, donde el artículo 42.4 del RD 1066/2007 admite este tipo de pactos, pero los somete a estrictas condiciones, entre ellas que su importe no supere el 1% del valor total de la

⁶⁰ Restrepo, F., Subramanian, G., *op.cit.*, pp. 2-3.

⁶¹ Alfaro Águila-Real, J., “La compraventa de empresas (IV): contenido típico de un contrato de compraventa de empresa (SPA sale-purchase agreement)”, *Almacén de Derecho*, 2021.

⁶² Restrepo, F., Subramanian, G., *op.cit.*, pp. 2-3.

⁶³ Panel on Takeovers and Mergers, *The City Code on Takeovers and Mergers*, Londres, última edición vigente, Rule 21.

⁶⁴ Armour, J., Skeel, D. A., *op.cit.*, pp. 1734-1735.

oferta, que cuenten con la aprobación del consejo de administración de la sociedad afectada y con el respaldo de un informe de su asesor financiero. Por tanto, el legislador español también busca evitar que estas cláusulas se conviertan en un obstáculo desproporcionado a la competencia entre oferentes.

Desde mi punto de vista, el *break-up fee* representa uno de los ejemplos más interesantes de como una medida aparentemente neutral puede afectar gravemente a una operación. Si su cuantía es moderada, puede incentivar la aparición de ofertas iniciales; sin embargo, si es demasiado elevada, puede terminar reduciendo la competencia entre adquirentes.

3.3. El conflicto con el deber de pasividad

La existencia de medidas defensivas frente a OPAs plantea inevitablemente una tensión con el deber de pasividad del órgano de administración de la sociedad objetivo. Este deber constituye uno de los pilares del régimen de OPAs y pretende garantizar que la decisión sobre el éxito o fracaso de la oferta corresponda exclusivamente a los accionistas, evitando que los administradores obstaculicen el proceso para proteger sus propios intereses. Sin embargo, en la práctica, la aplicación estricta de este principio genera conflictos significativos cuando los administradores consideran que determinadas actuaciones defensivas pueden resultar beneficiosas para la sociedad o para sus accionistas.

El fundamento del deber de pasividad se encuentra en la idea de que los administradores pueden tener incentivos para bloquear una OPA con el fin de preservar su posición en la empresa. Así, los administradores de la sociedad objetivo suelen enfrentarse a un conflicto de intereses evidente, ya que el éxito de una OPA suele implicar su sustitución por el nuevo accionista de control⁶⁵. Desde esta perspectiva, el deber de pasividad pretende neutralizar este conflicto trasladando la decisión final a los accionistas, quienes son, en última instancia, los titulares del capital y los principales beneficiarios o perjudicados por el cambio de control.

En el Derecho Europeo, esta lógica se refleja en el artículo 9 de la Directiva⁶⁶, que impone a los administradores de la sociedad objetivo la obligación de abstenerse de

⁶⁵ Gómez Pomar, F., Sáez Lacave, M. I., *op.cit.*, p. 4.

⁶⁶ Directiva 2004/25/CE del Parlamento europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición, DOUE L 142, de 30 de abril de 2004.

adoptar medidas que puedan frustrar la OPA sin autorización previa de la junta general de accionistas. De esta manera, mediante la transposición de esta Directiva, el sistema español se caracteriza por atribuir un papel central a los accionistas en la decisión sobre la aceptación o rechazo de la oferta, reduciendo significativamente el margen de actuación del consejo de administración⁶⁷.

No obstante, esta configuración normativa genera un problema relevante: la posible incompatibilidad entre el deber de pasividad y el deber general de los administradores de actuar en interés social. De acuerdo con el deber general de los administradores, estos deben orientar su actuación al interés social de la sociedad y de sus accionistas en conjuntos. Desde esta perspectiva, podría resultar cuestionable obligarles a mantenerse completamente pasivos ante una operación que consideren perjudicial para la empresa.

Esta tensión ha sido objeto de un amplio debate doctrinal. Una parte de la doctrina considera que el deber de pasividad es necesario para garantizar el correcto funcionamiento del mercado, evitando que los administradores bloqueen ofertas potencialmente beneficiosas para los accionistas. Desde esta perspectiva, las medidas defensivas constituyen barreras artificiales que reducen la eficiencia del mercado y dificultan la reasignación eficiente del control empresarial. En definitiva, las OPAs desempeñan una función esencial en el mercado al permitir cambios en el accionariado que permiten mejorar la gestión de las empresas y generar valor para los accionistas⁶⁸.

Sin embargo, otros autores han criticado la rigidez del modelo europeo. Según esta visión, el deber de pasividad puede resultar excesivamente restrictivo, ya que impide a los administradores adoptar medidas que podrían proteger legítimamente el interés social frente a OPAs oportunistas o infravaloradas. En este sentido, el sistema europeo contrasta notablemente con el modelo estadounidense, donde los administradores disponen de un margen mucho mayor para adoptar estrategias defensivas frente a OPAs hostiles⁶⁹.

Desde una perspectiva crítica, cabe señalar que el modelo europeo parte de una premisa discutible: la idea de que los accionistas siempre están mejor posicionados que los administradores para evaluar la conveniencia de una OPA. En realidad, los

⁶⁷ Tapia Hermida, A.J., *op.cit.*, p. 44.

⁶⁸ Aparicio Roqueiro, C.L., *op.cit.*, pp. 11-13.

⁶⁹ Aparicio Roqueiro, C.L., *op.cit.*, p. 11.

administradores suelen disponer de información sobre la situación y el potencial de la empresa en mayor profundidad, lo que podría permitirles evaluar con mayor precisión el valor real de la empresa. Obligarles a permanecer completamente pasivos podría, en determinados casos, perjudicar a los accionistas si la oferta infravalora significativamente la sociedad.

Este conflicto entre pasividad y defensa se manifiesta especialmente en situaciones en las que los administradores intentan realizar determinadas operaciones estratégicas durante el proceso de OPA. Un ejemplo reciente en España es el caso de Banco Sabadell durante la OPA de BBVA, en el que la eventual venta de su filial británica TSB generó un intenso debate sobre los límites del deber de pasividad. La operación implicaba la enajenación de un activo relevante del grupo, lo que podría alterar significativamente el valor de la sociedad objeto de la oferta. En este contexto, la normativa española obligó a que una operación de esta naturaleza fuera sometida a la aprobación de la junta general de accionistas, precisamente para evitar que el consejo adoptara unilateralmente una medida que pudiera frustrar la OPA.

Este caso ilustra con claridad cómo el deber de pasividad no prohíbe completamente las actuaciones defensivas, pero sí exige que las decisiones estratégicas que puedan afectar al resultado de la oferta sean adoptadas por los accionistas. Desde un punto de vista teórico, este mecanismo permite equilibrar dos objetivos: por un lado, evitar que los administradores bloqueen una oferta por motivos oportunistas y, por otro, permitir que los accionistas decidan si determinadas medidas defensivas son convenientes.

No obstante, este equilibrio sigue siendo objeto de debate. Algunos consideran que exigir la autorización de la junta general puede resultar insuficiente para garantizar decisiones plenamente informadas, especialmente de elevada complejidad financiera o estratégica. Además, la rapidez con la que suelen desarrollarse las OPAs puede dificultar la convocatoria de una junta y la adopción de decisiones en el tiempo necesario para responder a la oferta.

Desde mi punto de vista, el modelo europeo presenta tanto ventajas como limitaciones. Por un lado, la regla de pasividad contribuye a evitar que los administradores utilicen su posición para bloquear ofertas. Además, fomenta la transparencia y la igualdad de trato entre los accionistas, al garantizar que la decisión final corresponde a quienes son titulares del capital. Sin embargo, una aplicación excesivamente rígida de esta regla puede impedir que los administradores actúen en defensa del interés social cuando realmente sea necesario.

En este sentido, podría plantearse la conveniencia de un modelo más flexible que permita a los administradores adoptar determinadas medidas defensivas bajo un control judicial o regulatorio posterior, similar al sistema existente en Estados Unidos. Este enfoque permitiría preservar la función disciplinaria del mercado sin eliminar por completo la capacidad de reacción de los órganos de administración frente a ofertas potencialmente perjudiciales.

En conclusión, el conflicto entre el deber de pasividad y las medidas defensivas refleja una tensión estructural entre dos objetivos fundamentales: por un lado, garantizar la eficiencia del mercado y las decisiones de los accionistas y, por otro, permitir que las sociedades puedan protegerse frente a adquisiciones que puedan resultar perjudiciales. La regulación española, siguiendo la tradición europea, ha optado claramente por priorizar el primer objetivo. Sin embargo, la evolución reciente de los mercados y los casos más recientes como el de BBVA y Banco Sabadell muestran que este debate sigue abierto y que probablemente continuará siendo objeto de discusión doctrinal y legislativa en los próximos años.

3.4. El equilibrio entre discrecionalidad directiva y protección del mercado.

El conflicto analizado en el apartado anterior refleja en realidad una tensión estructural más amplia del régimen jurídico de las OPAs: la necesidad de equilibrar la discrecionalidad del órgano de administración con la protección del mercado ante una OPA. La regulación de las OPAs no se limita a establecer un procedimiento técnico para la adquisición de acciones, sino que constituye un mecanismo institucional destinado a articular la relación entre administradores, accionistas y mercado en los procesos de cambio de control de una sociedad⁷⁰.

Desde una perspectiva económica y jurídica, ante una OPA el sistema de gobierno de las sociedades cumple una función esencial. Permite que inversores externos adquieran el control de compañías cuya gestión consideran ineficientes o cuyo valor creen que puede incrementarse mediante una estrategia distinta. Este mecanismo actúa como un incentivo disciplinario para los administradores, ya que una gestión deficiente puede provocar la pérdida del control de la compañía en favor de nuevos accionistas⁷¹.

En este sentido, parte de la doctrina ha señalado que la posibilidad de que una sociedad sea objeto de una OPA constituye un elemento fundamental para asegurar la

⁷⁰ Tapia Hermida, A.J., *op.cit.*, p. 6.

⁷¹ Aparicio Roqueiro, C.L., *op.cit.*, p. 13.

eficiencia en la gestión empresarial. Las OPAs pueden corregir situaciones de gestión ineficiente y permitir la sustitución de equipos directivos que no maximicen el valor de la empresa⁷².

Sin embargo, la protección del mercado no puede implicar la eliminación total de la discrecionalidad directiva. Los administradores son quienes gestionan la sociedad y quienes poseen un conocimiento más profundo de su situación financiera, estratégica y competitiva. Esta posición informativa privilegiada les permite evaluar con mayor precisión el valor real de la empresa y las consecuencias que una operación de adquisición puede tener para su desarrollo futuro⁷³.

Este dilema pone de manifiesto el potencial problema entre administradores y accionistas. El Derecho de OPAs intenta resolver esta tensión mediante la configuración de un sistema institucional que combine distintos mecanismos de control. En el modelo europeo, el objetivo principal consiste en garantizar que la decisión final sobre el cambio de control recaiga en los accionistas. Así, la regulación europea se ha inspirado históricamente en el modelo británico, que concede un papel central a los accionistas en la decisión sobre la aceptación de una OPA. Este enfoque parte de la idea de que los accionistas son los titulares del interés económico en la compañía y, por tanto, deben tener la última palabra en las decisiones relativas al cambio del accionariado⁷⁴.

Asimismo, la Directiva 2004/25/CE⁷⁵ introdujo el denominado principio de neutralización de determinadas medidas defensivas, cuyo objetivo es evitar que determinadas estructuras societarias (como limitaciones estatutarias al derecho de voto o restricciones a la transmisibilidad de acciones) puedan impedir el éxito de una OPA. Este principio pretende reforzar la eficacia del mercado al reducir los obstáculos institucionales que podrían dificultar el cambio de control de una sociedad⁷⁶.

No obstante, el propio diseño de la Directiva refleja la dificultad de alcanzar un equilibrio uniforme entre estos intereses. El régimen de neutralización se configura como una disposición opcional, lo que permite a los Estados miembros decidir si desean aplicarlo plenamente en su ordenamiento. Esta flexibilidad ha dado lugar a

⁷² Sánchez Andrés, A., *op.cit.*, p. 332.

⁷³ Hierro Anibarro, S. Martín Zamarriego, A., *op.cit.*, p. 51-52.

⁷⁴ *Id.*

⁷⁵ Directiva 2004/25/CE del Parlamento europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición, DOUE L 142, de 30 de abril de 2004.

⁷⁶ Sánchez-Calero, J., *op.cit.*, p. 6.

diferencias significativas entre los distintos sistemas jurídicos europeos, evidenciando que el equilibrio entre discrecionalidad directiva y protección del mercado no puede resolverse mediante un modelo único⁷⁷.

Desde mi punto de vista, esta diversidad regulatoria refleja una realidad económica y societaria compleja. Las estructuras de propiedad de las sociedades difieren considerablemente entre países. Mientras que en algunos mercados predominan las compañías con capital muy disperso, en otros existen accionistas de control o grupos de referencia con participaciones significativas. En este último caso, el riesgo de que los administradores bloqueen una OPA para proteger sus propios intereses puede ser menor, mientras que la necesidad de preservar la estabilidad estratégica de la empresa puede adquirir relevancia. Por esta razón, una regulación excesivamente rígida podría generar efectos contraproducentes. Si el sistema limita en exceso la capacidad de reacción de los administradores, podría favorecer las adquisiciones oportunistas. En estos casos, la OPA podría no responder a una mejora real de la eficiencia empresarial, sino a circunstancias temporales que no reflejan el valor intrínseco de la empresa.

Por otro lado, tampoco resulta deseable otorgar una discrecionalidad ilimitada al órgano de administración. La experiencia comparada demuestra que los administradores pueden utilizar las medidas defensivas para consolidar su posición dentro de la empresa, dificultando operaciones que podrían resultar beneficiosas para los accionistas⁷⁸.

En definitiva, el régimen jurídico de las OPAs responde a la necesidad de conciliar dos objetivos fundamentales del gobierno corporativo: preservar la capacidad de los administradores para gestionar la empresa conforme al interés social y garantizar que los accionistas puedan decidir libremente sobre una eventual OPA. Este equilibrio no se logra mediante una regla única, sino mediante la combinación de distintos instrumentos que distribuyen el poder de decisión entre administradores, accionistas y autoridades supervisoras⁷⁹.

⁷⁷ Davies, P., Schuster, E.-P. y Van De Walle De Ghelcke, E., *op.cit.*, pp. 31-33.

⁷⁸ Sánchez Andrés, A., *op.cit.*, p. 338.

⁷⁹ Gómez Pomar, F., Sáez Lacave, M. I., *op.cit.*, p. 3.

4. Análisis comparado entre España y Estados Unidos y valoración crítica

4.1. Diferencias estructurales y filosóficas entre ambos mercados

La diferencia estructural fundamental entre el mercado español y el estadounidense reside en el distinto papel que se atribuye al órgano de administración en el contexto de una OPA. Mientras que el modelo europeo -y particularmente el español- tiende a limitar la capacidad del consejo para intervenir en el proceso con el fin de preservar la libertad de decisión de los accionistas, el sistema estadounidense concede a los administradores un margen considerablemente mayor para adoptar medidas defensivas frente a OPAs hostiles. En consecuencia, el modelo español se articula en torno a la primacía del accionista en la decisión, mientras que el modelo estadounidense confiere al consejo de administración un papel central en la defensa de la empresa frente a ofertas no deseadas.

En el sistema español, la regulación de las OPAs responde a la lógica establecida por la Directiva 2004/25/CE y por su transposición al ordenamiento interno. El objetivo principal de este marco normativo es garantizar que todos los accionistas puedan participar en igualdad de condiciones en un eventual cambio de control y que la decisión sobre la aceptación de la oferta corresponda en última instancia a ellos⁸⁰. En este contexto se inserta el conocido deber de pasividad, que limita la capacidad del consejo para adoptar medidas que puedan frustrar la oferta sin la autorización de la junta general. Como ya se ha visto, la finalidad de esta restricción es evitar que los administradores actúen movidos por intereses propios en lugar de atender al interés de los accionistas⁸¹.

Sin embargo, la filosofía estadounidense se aparta significativamente de esta lógica. En Estados Unidos, el régimen de las adquisiciones hostiles se ha desarrollado principalmente a través del derecho societario estatal y, en particular, de la jurisprudencia del estado de Delaware, que concentra la incorporación de una gran parte de las grandes sociedades estadounidenses. Este sistema ha evolucionado progresivamente hacia un modelo que reconoce una amplia discrecionalidad al consejo de administración para responder a intentos de adquisición hostil mediante la adopción de diversas medidas defensivas⁸².

⁸⁰ Aparicio Roqueiro, C.L., *op.cit.*, p. 37.

⁸¹ Sánchez-Calero, J., *op.cit.*, p. 20-21.

⁸² Bebchuk, L. A., Ferrel, A., "A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition", *NBER Working Paper*, nº 8148, 2001, pp. 6.

El desarrollo de esta doctrina se encuentra estrechamente ligado a la evolución de la jurisprudencia. Un hito fundamental fue el caso *Unocal Corp. V. Mesa Petroleum Co.* (1985)⁸³, en el que el Tribunal Supremo de Delaware estableció que los administradores podían adoptar medidas defensivas frente a una OPA siempre que estas constituyeran una respuesta proporcional a una amenaza legítima a la sociedad. Este estándar introdujo un control jurídico específico sobre las actuaciones del consejo, destinado a evitar que las medidas defensivas se utilizaran exclusivamente para perpetuar a los administradores en el poder⁸⁴. A partir de esta decisión se consolidó la idea de que el consejo podía intervenir activamente en el proceso de adquisición para proteger los intereses de la empresa.

El instrumento defensivo más característico del sistema estadounidense es la denominada *poison pill*. Como se ha explicado anteriormente, este mecanismo permite diluir significativamente la participación del adquirente cuando supera un determinado umbral, alterando de forma sustancial el equilibrio de poder en el proceso de adquisición. La introducción de esta herramienta alteró profundamente el equilibrio de poder dentro del mercado estadounidense, ya que proporcionó a los administradores un instrumento eficaz para bloquear OPAs hostiles. De hecho, parte de la doctrina ha señalado que el verdadero efecto de la *poison pill* no es tanto persuadir a los accionistas para rechazar una oferta, sino impedir que la decisión llegue a ser adoptada por ellos, desplazando el centro de decisión hacia el consejo de administración⁸⁵.

La legalidad de las *poison pills* fue confirmada por el Tribunal Supremo de Delaware en el caso *Moran v. Household International* (1985)⁸⁶, que reconoció que la adopción de este tipo de mecanismos defensivos era compatible con las facultades reconocidas al consejo de administración⁸⁷. No obstante, en aquel momento la jurisprudencia parecía concebir estas herramientas como un mecanismo sujeto a control judicial, de modo que la decisión de mantener la *poison pill* frente a una OPA debía ser revisada conforme al estándar de proporcional establecido en *Unocal*⁸⁸. En consecuencia,

⁸³ *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

⁸⁴ Bebchuk, L. A., Ferrel, A., “A New Approach...”, *op.cit.*, p. 7.

⁸⁵ Gilson, R. J., *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, Columbia, 1981, p. 879.

⁸⁶ *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

⁸⁷ Bebchuk, L. A., Ferrel, A., “A New Approach...”, *op.cit.*, p. 8.

⁸⁸ Bebchuk, L. A., Ferrel, A., “Federalism and Takeover Law: The Race to Protect Managers from Takeovers”, *NBER Working Paper*, n° 7232, 1999, pp. 28-29.

inicialmente se entendía que las medidas defensivas solo serían legítimas cuando constituyeran una respuesta razonable a una amenaza concreta para los accionistas o para la sociedad.

Sin embargo, la evolución posterior de la jurisprudencia amplió considerablemente el margen de actuación de los administradores. En decisiones posteriores, como *Paramount Communications v. Time*⁸⁹, los tribunales de Delaware adoptaron una interpretación mucho más permisiva respecto al uso de las poison pills, llegando a admitir que los administradores pudieran mantener estas defensas incluso frente a ofertas que no fueran coercitivas o estructuralmente abusivas⁹⁰. La doctrina ha señalado que esta evolución terminó permitiendo que los administradores, en la práctica, pudieran simplemente “decir no” a una OPA, siempre que formalmente justificaran su decisión como una respuesta a una amenaza para la sociedad⁹¹.

Igualmente, esta evolución doctrinal ha producido una redistribución significativa del poder dentro del mercado estadounidense. La introducción y generalización de las poison pills permitió a los administradores bloquear OPAs hostiles con una facilidad sin precedentes, modificando así el equilibrio entre accionistas y administradores⁹². De hecho, pocos años después de la validación judicial de esta medida defensiva, más de la mitad de las grandes empresas estadounidenses habían adoptado algún tipo de plan de derechos de los accionistas⁹³. Esta expansión generalizada reforzó el poder del consejo de administración y contribuyó a cambiar el mercado en Estados Unidos.

Además, muchos estados estadounidenses adoptaron los llamados *constituency statutes*, que permiten a los administradores tener en cuenta los intereses de otros grupos afectados por la operación –como empleados o acreedores– al evaluar una OPA. Estas normas amplían aún más el margen de actuación del consejo al permitirle justificar la adopción de medidas defensivas en atención a intereses distintos del valor inmediato para el accionista⁹⁴. Así, el modelo estadounidense refleja una concepción

⁸⁹ *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, 571 A.2d 1140 (Del. 1989).

⁹⁰ Bebchuk, L. A., Ferrel, A., “A New Approach...”, *op.cit.*, pp. 8-9.

⁹¹ Gilson, R.J., Kraakman, R., *Delaware’s intermediate standard for defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review?*, 1989, p. 252.

⁹² Bebchuk, L. A., Ferrel, A., “Federalism and Takeover...”, *op.cit.*, pp. 34-35.

⁹³ Bebchuk, L. A., Ferrel, A., “A New Approach...”, *op.cit.*, p. 12.

⁹⁴ Bebchuk, L. A., Ferrel, A., “Federalism and Takeover...”, *op.cit.*, pp. 18-19.

más institucional de la empresa, en la que el consejo actúa como guardián del interés corporativo a largo plazo y no únicamente como agente de los accionistas.

Estas diferencias regulatorias se reflejan claramente en algunos casos paradigmáticos. En el contexto español, la batalla por el control de Endesa entre 2005 y 2007 constituye uno de los ejemplos más representativos del funcionamiento del modelo europeo. La OPA inicialmente presentada por Gas Natural desencadenó una intensa competencia entre distintos oferentes (entre ellos E.ON y posteriormente el consorcio formado por Enel y Acciona) que terminó elevando significativamente el precio ofrecido a los accionistas. Durante este proceso, el consejo de Endesa tuvo un margen limitado para adoptar medidas defensivas directas debido al deber de pasividad, lo que implicó que el desenlace de la operación dependiera fundamentalmente de la competencia entre oferentes y de la decisión de los accionistas.

En definitiva, el contraste entre ambos sistemas revela dos concepciones muy distintas de las posibles respuestas ante una OPA. Desde una perspectiva crítica, ninguno de los dos modelos parece plenamente satisfactorio si se analizan sus efectos prácticos. El modelo español, al imponer un deber de pasividad relativamente estricto, garantiza que la decisión final sobre el cambio de control corresponda efectivamente a los accionistas y evita que los administradores utilicen el poder societario para proteger su propia posición. Sin embargo, esta rigidez también puede limitar la capacidad del consejo para reaccionar ante ofertas oportunistas o estratégicamente perjudiciales para la compañía, reduciendo su margen para negociar mejores condiciones o explorar alternativas. Por el contrario, el sistema estadounidense reconoce un papel mucho más activo al órgano de administración y le permite desplegar un amplio abanico de medidas defensivas, lo que puede contribuir a proteger proyectos empresariales de largo plazo frente a adquisiciones oportunistas. No obstante, esta amplia discrecionalidad también genera un riesgo evidente de *entrenchment* o atrincheramiento de los administradores, ya que las herramientas defensivas pueden utilizarse no tanto para proteger el interés social como para impedir la sustitución del equipo gestor.

En este sentido, desde una perspectiva comparada parece razonable cuestionar si ninguno de los dos modelos alcanza un equilibrio óptimo entre protección de los accionistas y autonomía de los administradores. Probablemente, un sistema intermedio que permita ciertas medidas defensivas pero bajo un control más estricto

(por ejemplo, sometiéndolas a ratificación posterior de los accionistas), podría ofrecer una solución más equilibrada entre eficiencia del mercado y prevención del oportunismo directivo.

4.2. Posibles convergencias y puntos de mejora

El análisis comparado entre el sistema español y el estadounidense en materia de OPAs, deber de pasividad y medidas defensivas pone de manifiesto que, pese a partir de planteamientos normativos y filosóficos claramente distintos, ambos modelos tienen una cierta aproximación funcional.

En el ámbito estadounidense, tradicionalmente caracterizado por una amplia defensa de las facultades del consejo de administración, se observa una evolución relevante hacia un mayor reconocimiento del papel del accionista. La jurisprudencia reciente del Tribunal Supremo de Delaware ha reforzado el control sobre las medidas defensivas, especialmente a través de la reformulación del estándar de revisión de Unocal. Así, se ha incrementado la probabilidad de que determinadas actuaciones del consejo, como la adopción o mantenimiento de una *poison pill*, no superen el escrutinio judicial cuando afecten de forma desproporcionada al proceso de decisión de los accionistas⁹⁵. Asimismo, esta evolución ha supuesto la integración de estándares tradicionalmente más exigentes en materia de protección del voto accionarial dentro del propio juicio de proporcionalidad, lo que refleja una mayor sensibilidad hacia el papel del accionista en el gobierno corporativo⁹⁶.

Desde una perspectiva crítica, puede afirmarse que esta tendencia supone una corrección necesaria de los excesos del modelo estadounidense, aunque sin alterar su esencia. No se trata de una transición hacia un modelo europeo, sino más bien de una adaptación interna que introduce contrapesos sin dismantelar la centralidad del consejo. A mi juicio, esta evolución demuestra que incluso en sistemas altamente flexibles se reconoce la necesidad de limitar el poder de los administradores cuando este puede afectar al núcleo del poder decisorio de los accionistas.

De forma paralela, el sistema español, tradicionalmente basado en la primacía del accionista y en la restricción del consejo a través del deber de pasividad, también está experimentando cierta flexibilización. El propio régimen permite excepciones relevantes, como la posibilidad de buscar ofertas competidoras o de adoptar determinadas medidas defensivas previa autorización de la junta general, lo que

⁹⁵ Thompson, R. B., “The New Unocal”, *Arizona Law Review*, nº 65, 2023, p. 698.

⁹⁶ *Ibid.*, p. 697.

introduce un margen de actuación estratégica para el órgano de administración⁹⁷. Esta evolución sugiere que incluso en un modelo orientado a la protección del accionista se reconoce la necesidad de que el consejo pueda desempeñar un papel activo en determinadas circunstancias. No obstante, los casos que se han visto en los que se ha permitido utilizar medidas defensivas con aprobación de la junta, como el caso de la venta de Sabadell de su filial TSB ante la OPA del BBVA, no han estado exentos de polémica y de dudas sobre su viabilidad jurídica.

Desde mi punto de vista, esta convergencia paulatina entre ambos sistemas evidencia que ninguno de los dos modelos resulta plenamente satisfactorio en la práctica. Ambos ordenamientos parecen avanzar hacia soluciones intermedias que buscan combinar el control accionarial con la capacidad de reacción del consejo, lo que pone de relieve la existencia de un problema común que trasciende las diferencias regulatorias.

No obstante, estas convergencias no eliminan las críticas estructurales que se han formulado respecto de cada sistema. En el caso español, la doctrina ha señalado de forma reiterada que la excesiva rigidez del régimen de OPAs, especialmente en lo que respecta a la obligación de formular ofertas totales y al limitado margen de actuación del consejo. Esta rigidez puede desincentivar la realización de una OPA, al elevar significativamente los costes de las operaciones y reducir su atractivo para el oferente⁹⁸. Asimismo, se ha destacado que el diseño actual introduce distorsiones en el funcionamiento del mercado, dificultando la reasignación eficiente de recursos y limitando la función disciplinaria de las OPAs como mecanismo de supervisión externa de la gestión⁹⁹.

A ello se añade la complejidad y duración de los procedimientos, que generan incertidumbre y pueden desincentivar la inversión. En este sentido, se ha puesto de relieve que los largos plazos y el peso del control administrativo refuerzan la percepción de inseguridad y reducen el dinamismo del mercado¹⁰⁰. Desde mi perspectiva, este elemento es especialmente relevante, ya que pone de manifiesto que

⁹⁷ Sanz Bayón, P., “Los accionistas minoritarios ante la OPA hostil: problemas actuales y planteamientos alternativos”, *Problemas actuales en la transmisión de empresas*, Thomson Reuters Aranzadi, Madrid, 2020, p. 28.

⁹⁸ *Ibid.*, p. 38.

⁹⁹ *Ibid.*, pp. 41-43.

¹⁰⁰ *Ibid.*, pp. 40-41.

la regulación no solo influye en la protección de los accionistas, sino también en la propia viabilidad económica de las operaciones.

Desde un punto de vista más conceptual, también resulta criticable la premisa de fondo del modelo español, que atribuye a los accionistas una posición privilegiada para decidir sobre la conveniencia de una OPA. Si bien la lógica responde a la protección de los accionistas, no siempre tiene en cuenta que los administradores pueden disponer de información más completa sobre la situación y el potencial de la empresa, lo que podría permitirles evaluar con mayor precisión el valor real de la oferta. En este sentido, obligarles a mantenerse completamente pasivos puede, en determinados casos, perjudicar a los propios accionistas. A mi juicio, esta crítica pone de manifiesto que el modelo español, al priorizar de forma casi absoluta la decisión del accionista, puede incurrir en cierto formalismo que no siempre se traduce en una protección efectiva.

Por su parte, el sistema estadounidense ha sido objeto de críticas por el motivo opuesto, esto es, por la amplitud del margen de actuación reconocido al consejo. Las *poison pills*, como instrumento paradigmático de defensa, han sido cuestionadas por permitir a los administradores bloquear adquisiciones incluso cuando estas podrían resultar beneficiosas para los accionistas. Además, su utilización no se limita a situaciones de OPAs, sino que también se ha extendido a contextos de activismo accionarial, lo que refuerza el poder del consejo¹⁰¹.

En esta línea, la literatura también ha puesto de relieve que la adopción de estas medidas puede generar consecuencias negativas para los propios administradores, en términos de pérdida de apoyo accionarial o de oportunidades profesionales futuras, lo que evidencia una percepción negativa por parte del mercado¹⁰². Este dato resulta bastante interesante, ya que sugiere que el mercado actúa como mecanismo disciplinario frente a decisiones defensivas consideradas ineficientes, lo cual en mi opinión es justo en los casos en los que los administradores tomen decisiones incorrectas.

Desde mi punto de vista, el problema del modelo estadounidense no radica en la existencia de herramientas defensivas en sí mismas, sino en la insuficiencia de límites

¹⁰¹ Gordon, J. N., “The Rejected Threat of Corporate Vote Suppression: The Rise and Fall of the Anti-Activist Pill”, *Columbia Business Law Review*, vol. 2022, n° 1, 2022, pp. 207-208.

¹⁰² Johnson, W. C., et al., “The Consequences to Directors for Deploying Poison Pills”, *ECCI Working Paper Series in Finance*, n° 918/2023, 2023, pp. 27-28.

claros en su utilización. La flexibilidad puede ser positiva para proteger a una empresa frente a ofertas oportunistas, pero sin un control adecuado puede derivar en comportamientos por parte de los administradores en los que antepongan intereses personales. En este sentido, la evolución reciente del estándar Unocal debe interpretarse como un intento de corregir estos desequilibrios.

A partir de estas críticas, pueden identificarse diversas propuestas de mejora que apuntan hacia una posible convergencia entre ambos sistemas. En primer lugar, resulta necesario avanzar hacia un modelo de pasividad flexible, que permita al consejo adoptar determinadas medidas defensivas, pero siempre bajo el control de los accionistas o de los tribunales. En el caso español, esto podría implicar una flexibilización del régimen de OPAs, por ejemplo, mediante la introducción de OPAs parciales o la reducción de los umbrales de obligatoriedad, con el objetivo de dinamizar el mercado¹⁰³. No obstante, esta reforma debería implementarse con cautela, ya que una flexibilización excesiva podría debilitar la protección de los accionistas, sobre todo de los minoritarios.

En segundo lugar, en el sistema estadounidense la mejora pasa por reforzar los mecanismos de control sobre las medidas defensivas, asegurando que estas respondan realmente al interés social. La evolución del estándar Unocal hacia un mayor énfasis en la proporcionalidad y la razonabilidad constituye un paso en la dirección adecuada¹⁰⁴. Sin embargo, cabe advertir que un control excesivo podría limitar en exceso la capacidad de reacción del consejo.

Otra línea de convergencia relevante radica en la necesidad de internalizar mejor los costes y beneficios de las decisiones defensivas. La evidencia empírica demuestra que estas decisiones no son neutras, sino que generan efectos reputacionales y de mercado que actúan como mecanismos disciplinarios¹⁰⁵. Desde mi punto de vista, este elemento ha sido tradicionalmente infraestimado en el modelo europeo, que tiende a confiar en mecanismos regulatorios ex ante, mientras que el sistema estadounidense incorpora en mayor medida mecanismos de control ex post.

Asimismo, resulta necesario tener en cuenta las diferencias estructurales entre ambos mercados, en particular en lo que respecta a la dispersión o concentración accionarial. En entornos como el estadounidense, la existencia de inversores institucionales

¹⁰³ Sanz Bayón, P., “Los accionistas minoritarios...”, *op.cit.*, p. 38.

¹⁰⁴ Thompson, R. B., *op.cit.*, p. 723.

¹⁰⁵ Johnson, W. C., et al., *op.cit.*, pp. 3-4.

activos facilita el control del consejo, mientras que en sistemas como el español el riesgo de captura del órgano de administración puede ser mayor. Esta diferencia justifica en parte la mayor rigidez del modelo europeo, pero no elimina la necesidad de introducir reformas que mejoren su eficiencia.

En consecuencia, una propuesta de mejora razonable consistiría en avanzar hacia un modelo que combine mayor flexibilidad en la estructura de las ofertas con un refuerzo de mecanismos de transparencia e información. Permitir una mayor diversidad de estructuras de OPA podría dinamizar el mercado, siempre que se garantice un nivel adecuado de protección para los accionistas. Al mismo tiempo, la reducción de los costes y tiempos asociados a los procesos de OPA constituye un objetivo común a ambos sistemas, especialmente en el caso español, donde la complejidad procedimental actúa como un obstáculo significativo¹⁰⁶.

Finalmente, resulta fundamental avanzar hacia una mayor integración entre el deber de pasividad y los deberes fiduciarios de los administradores. Parte de la doctrina ha señalado que el deber de pasividad debe entenderse como una norma de distribución de competencias que impide al consejo invadir el ámbito decisorio de la junta sin autorización¹⁰⁷. Esta interpretación permite superar la dicotomía entre pasividad y defensa, integrando ambas dentro de un marco coherente basado en el deber de lealtad.

En definitiva, el análisis comparado muestra que ambos sistemas están evolucionando hacia un modelo intermedio que busca equilibrar la protección del accionista con la capacidad de actuación del consejo. Sin embargo, esta convergencia es todavía incompleta y plantea importantes desafíos. El sistema español corre el riesgo de perder eficiencia si mantiene una rigidez excesiva, mientras que el estadounidense puede comprometer la protección de los accionistas si no limita adecuadamente la discrecionalidad del consejo. Desde mi punto de vista, la clave no reside en optar por uno u otro modelo, sino en diseñar un sistema que combine flexibilidad y control, permitiendo al consejo actuar cuando sea necesario, pero garantizando siempre que la decisión última corresponda, de forma efectiva y no meramente formal, a los accionistas.

¹⁰⁶ Sanz Bayón, P., “Los accionistas minoritarios...”, *op.cit.*, p. 41.

¹⁰⁷ Gómez Pomar, F., Sáez Lacave, M. I., *op.cit.*, p. 5.

4.3. Debate actual sobre la conveniencia del deber de pasividad / Argumentos a favor y en contra de su flexibilización

El debate sobre el deber de pasividad en el contexto de las OPAs gira, esencialmente, en torno a la tensión estructural entre dos modelos de gobierno corporativo: el que prioriza la soberanía de los accionistas y otro que reconoce un mayor margen de actuación al consejo de administración para proteger el interés social en sentido amplio. Este enfrentamiento se articula en tres grandes posiciones: la tesis anti-flexibilización, la tesis pro-flexibilización y una posición intermedia que busca compatibilizar ambos enfoques.

En primer lugar, la tesis anti-flexibilización defiende el mantenimiento estricto del deber de pasividad como mecanismo esencial para garantizar el correcto funcionamiento del mercado. Desde esta perspectiva, la limitación de la actuación del consejo responde a la necesidad de evitar conflictos de interés inherentes a su posición. En efecto, los administradores pueden tener incentivos para oponerse a una OPA no por razones de interés social, sino para preservar sus propios cargos, lo que distorsiona la toma de decisiones¹⁰⁸.

En este sentido, se sostiene que el deber de pasividad cumple una función de alineación de intereses, trasladando la decisión final a las accionistas, quienes son los verdaderos titulares del riesgo económico. Así, la regla de neutralidad del consejo se configura como una garantía de que la decisión sobre la oferta se adopte en función del valor ofrecido y no de estrategias defensivas que puedan impedir su evaluación objetiva¹⁰⁹.

Además, esta corriente destaca la importancia del mercado como mecanismo disciplinario. La posibilidad de una adquisición hostil actúa como incentivo para que los administradores gestionen eficientemente la sociedad, ya que el riesgo de sustitución limita comportamientos oportunistas o ineficientes. Así, las OPAs “disciplinan a la dirección y estimulan la competencia”, contribuyendo a mejorar la calidad de la gestión empresarial¹¹⁰.

¹⁰⁸ Gómez Pomar, F., Sáez Lacave, M. I., *op.cit.*, p. 3-7

¹⁰⁹ Davies, P. L., Pietrancosta, A., “The Defensive Measures Provisions of the Takeover Directive: From Ambition to Resignation to Distrust”, *ECGI Working Paper Series in Law*, n° 785/2024, 2024, Sección I (“The Failure of the Ban on Defensive Measures at EU Level”).

¹¹⁰ Davies, P. L., Pietrancosta, A., *op.cit.*, Sección I (“The Failure of the Ban on Defensive Measures at EU Level”).

Desde una perspectiva comparada, esta visión se alinea con la concepción clásica del mercado estadounidense en sus orígenes, donde las OPAs hostiles eran vistas como un instrumento legítimo de creación de valor y corrección de ineficiencias. No obstante, incluso en Estados Unidos se ha reconocido históricamente la existencia de conflictos en el comportamiento de los administradores, lo que llevó al desarrollo de estándares judiciales específicos en los años ochenta para controlar sus decisiones en contextos de *takeover*¹¹¹.

Ahora bien, desde una perspectiva crítica, este enfoque puede pecar de excesivamente idealista. Presupone que los accionistas siempre están en condiciones de adoptar decisiones informadas y racionales, lo cual no siempre se corresponde con la realidad, especialmente en estructuras de accionariado disperso o en contextos de información asimétrica. Además, el énfasis en la disciplina del mercado puede conducir a una visión cortoplacista del valor empresarial, favoreciendo operaciones que maximizan el precio inmediato, pero no necesariamente el valor a largo plazo.

Frente a esta posición, la tesis pro-flexibilización aboga por reconocer un mayor margen de discrecionalidad al consejo de administración para adoptar medidas defensivas. Esta corriente parte de una crítica fundamental: el deber de pasividad, en su formulación estricta, puede impedir que los administradores cumplan adecuadamente su función de protección del interés social.

En este sentido, se argumenta que el consejo está en una mejor posición que los accionistas al valorar el impacto a largo plazo de una OPA, especialmente cuando esta responde a estrategias oportunistas por parte del oferente. Determinadas ofertas pueden infravalorar la sociedad o ignorar inversiones específicas o capital humano que no se reflejan adecuadamente en el precio ofrecido¹¹².

Asimismo, se ha puesto de relieve que el mercado no siempre funciona de manera eficiente. Existen situaciones en las que las OPAs no generan valor, sino que responden a estrategias especulativas o a la explotación de fallos de mercado. En estos casos, permitir al consejo adoptar medidas defensivas puede ser necesario para evitar la destrucción de valor¹¹³.

¹¹¹ Solomon, S. D., Thomas, R. S., “The Rise and Fall of Delaware’s Takeover Standards”, ECGI Working Paper Series in Law, n° 329/2016, 2016, p.1.

¹¹² Cremers, K. J. M., Sepe, S.M., “The Shareholder Value of Empowered Boards”, *Stanford Law Review*, vol.68, 2016, pp. 80-81.

¹¹³ Johnson, W. C., et al., “The Lifecycle Effects of Corporate Takeover Defenses”, ECGI Working Paper Series in Finance, n° 761/2021, 2021, pp. 1-5.

El modelo estadounidense constituye el principal referente de esta posición. La jurisprudencia de Delaware permite que los administradores puedan adoptar medidas defensivas siempre que cumplan determinados estándares de razonabilidad. Así, se han aceptado diversos mecanismos de defensa, cuya supervisión corresponde a los tribunales o a mecanismos alternativos de supervisión, como el activismo de los inversores institucionales¹¹⁴.

En mi opinión, esta tesis presenta también importantes riesgos. La ampliación de la discrecionalidad directiva puede facilitar comportamientos oportunistas por parte de los administradores, especialmente en contextos donde los mecanismos de control no son suficientemente efectivos. Por tanto, pueden utilizarse las medidas defensivas para bloquear ofertas beneficiosas para los accionistas, reduciendo la eficacia del mercado.

Finalmente, la tesis intermedia propone una solución de equilibrio entre ambas posiciones. Esta corriente defiende el mantenimiento del deber de pasividad como regla general, pero admite la posibilidad de introducir mecanismos de flexibilización limitada y controlada, generalmente a través de la intervención de los accionistas.

Desde esta perspectiva, el objetivo no es eliminar la regla de neutralidad, sino adaptarla a las necesidades de cada sociedad, permitiendo cierto grado de *opt-out* o de autorización previa por parte de la junta general. Este enfoque se encuentra implícito en la propia Directiva europea, que permite a los Estados Miembros y a las sociedades optar por no aplicar determinadas disposiciones, reflejando así la diversidad de modelos existentes¹¹⁵.

La ventaja principal de esta posición es que combina la protección de los accionistas con la posibilidad de que el consejo actúe en situaciones excepcionales. La exigencia de autorización por parte de la junta introduce un mecanismo de control que reduce el riesgo de abuso, al tiempo que permite reaccionar frente a ofertas potencialmente perjudiciales.

No obstante, esta solución tampoco está exenta de dificultades. En la práctica, la efectividad del control por parte de los accionistas depende de varios factores, como la estructura de propiedad, el grado de activismo o la calidad de la información disponible. En sociedades con accionariado disperso, la capacidad real de los

¹¹⁴ Solomon, S. D., Thomas, R. S., *op.cit.*, pp. 1-4.

¹¹⁵ Davies, P. L., Pietrancosta, A., *op.cit.*, Sección I (“The Failure of the Ban on Defensive Measures at EU Level”).

accionistas para supervisar el consejo puede ser limitada, lo que reduce la eficacia de este modelo.

En mi opinión, puede afirmarse que la tesis intermedia constituye la aproximación más realista, pero también la más compleja de implementar. Requiere un diseño institucional cuidadoso que garantice tanto la transparencia como la responsabilidad del consejo, evitando al mismo tiempo rigideces excesivas que puedan perjudicar la eficiencia del mercado.

En conclusión, el debate sobre la flexibilización del deber de pasividad refleja una tensión estructural entre dos objetivos fundamentales: la protección del accionista y la eficiencia del mercado, por un lado, y la preservación del interés social y la creación de valor a largo plazo, por otro. Ninguna de las posiciones analizadas ofrece una solución plenamente satisfactoria por sí sola. No obstante, parece que un modelo híbrido, que combine la regla general de pasividad con mecanismos de flexibilización controlada, ofrece el mejor equilibrio entre ambos intereses, aunque su éxito dependerá en gran medida del contexto institucional y del grado de desarrollo de los mecanismos de gobierno corporativo en cada sistema.

4.4. Propuesta de equilibrio entre defensa y transparencia

Tras el análisis desarrollado a lo largo del trabajo, el problema del deber de pasividad no puede seguir abordándose como una simple dicotomía entre dos modelos opuestos, sino como una cuestión de diseño institucional: cómo puede cambiar el sistema para superar las deficiencias de ambos modelos.

Ambos sistemas responden a una lógica coherente, pero incompleta. El modelo español, garantiza la primacía del accionista y protege el funcionamiento del mercado, pero lo hace a costa de introducir una rigidez que puede generar ineficiencias. El modelo estadounidense, por el contrario, permite una respuesta estratégica al consejo y favorece la negociación, pero introduce el riesgo de que los administradores utilicen su poder para preservar su posición. En este contexto, la cuestión no es cuál de los dos modelos es preferible, sino cómo articular un sistema que capture las ventajas de ambos sin reproducir sus defectos.

Desde mi punto de vista, la construcción de este equilibrio debe partir de una idea fundamental: el proceso de OPA no es un conflicto entre accionistas y administradores, sino un mecanismo complejo en el que ambos desempeñan funciones complementarias. Los accionistas deben conservar la decisión final, pero

el consejo debe poder intervenir como garante del interés social y como agente informativo y negociador. La clave, por tanto, no está en excluir al consejo, sino en disciplinar su actuación.

El primer pilar del modelo propuesto es la preservación de la decisión última por parte de los accionistas. Este elemento constituye, a mi juicio, una condición irrenunciable. Cuando se realiza una OPA, puede cumplir diferentes objetivos, entre ellos una función disciplinaria esencial en la gobernanza de sociedades cotizadas: permite sustituir equipos gestores ineficientes y reasignar recursos hacia más usos productivos. Esta función solo puede desplegarse si las ofertas llegan efectivamente a los accionistas y si estos pueden decidir libremente sobre su aceptación. Un sistema que permita al consejo bloquear de forma definitiva una oferta, introduce una distorsión significativa en este mercado y reduce su capacidad de generar valor.

Sin embargo, mantener la centralidad del accionista no implica que el consejo deba quedar reducido a un papel pasivo. Al contrario, el segundo pilar del modelo consiste en reconocer al órgano de administración un papel activo dentro del proceso de OPA, aunque sometido a límites estrictos. La experiencia comparada demuestra que los administradores están en una posición privilegiada para evaluar la oferta, identificar sus riesgos y oportunidades, y negociar condiciones más favorables. Excluirlos del proceso, implica desaprovechar la capacidad que aportan a la empresa.

Igualmente, considero que el error del sistema español no es tanto proteger a los accionistas, sino hacerlo a través de una desconfianza excesiva hacia el consejo, que se traduce en una regla rígida de abstención. Esta aproximación ignora que el problema no es la intervención del consejo en sí misma, sino su posible uso oportunista. Por ello, el modelo no debe prohibir la intervención, sino someterla a control.

A partir de estas premisas, la propuesta de equilibrio puede articularse en torno a tres mecanismos concretos que permiten compatibilizar flexibilidad y control.

En primer lugar, debería sustituirse la actual lógica de autorización previa por un sistema de intervención inmediata con control ex post. En la práctica, las OPAs se desarrollan en un entorno de alta velocidad en el que la exigencia de convocar una junta para autorizar cualquier medida defensiva puede resultar ineficiente. Permitir al consejo actuar de forma inmediata (por ejemplo, para ganar tiempo o negociar

alternativas) mejora la capacidad de reacción de la sociedad. Sin embargo, esta flexibilidad debe compensarse con un control posterior por parte de los accionistas, que pueden ratificar o rechazar las decisiones adoptadas. Este mecanismo permite equilibrar rapidez y legitimidad, evitando tanto la parálisis del modelo español como el exceso de discrecionalidad del estadounidense.

En segundo lugar, el modelo debe incorporar un estándar material de control de las medidas defensivas, basado en la proporcionalidad. No basta con autorizar o prohibir determinadas actuaciones; es necesario evaluar su justificación y su impacto en el proceso de OPA. En este sentido, resulta especialmente útil la experiencia del Derecho estadounidense, que ha desarrollado un test orientado a verificar si la actuación del consejo responde a una amenaza real y si la medida adoptada es razonable en relación con dicha amenaza.

La introducción de un estándar de este tipo en el sistema europeo permitiría superar una de sus principales limitaciones: la incapacidad de diferenciar entre intervenciones legítimas y abusivas. No todas las medidas defensivas tienen el mismo efecto ni responden a la misma lógica. Algunas pueden contribuir a mejorar el resultado de la operación (por ejemplo, incentivando ofertas competidoras), mientras que otras pueden bloquear el proceso sin justificación.

Para el control de las medidas defensivas es necesario que se conozca cuáles son las medidas que se pueden utilizar, en qué casos, y con qué límites, ya que, sin conocer las diferentes opciones y su regulación, sería muy controversial cada vez que una sociedad utilizase medidas defensivas, como ocurrió en la venta de TSB por parte de Sabadell ante la OPA formulada por BBVA. Considero que lo mejor para ello sería que la CNMV se convierta en la encargada de analizar las medidas defensivas realizadas por las sociedades y su regulación, debido a que la larga espera de los tribunales si hubiera que acudir a ellos en primera instancia tras la formulación de medidas defensivas, haría eterna la OPA.

En definitiva, este elemento constituye el núcleo del equilibrio propuesto. Sin un control sustantivo de la actuación del consejo, cualquier flexibilización del deber de pasividad corre el riesgo de derivar en un modelo de discrecionalidad excesiva. Por el contrario, un estándar bien diseñado permite introducir flexibilidad sin perder el control.

En tercer lugar, el modelo debe reforzar significativamente la transparencia del proceso de OPA. La intervención del consejo solo puede considerarse legítima si los accionistas disponen de la información necesaria para evaluar tanto la oferta como las decisiones adoptadas por los administradores. En este sentido, resulta necesario imponer obligaciones de información más exigente cuando el consejo adopte medidas defensivas, incluyendo la publicación de informes independientes, la justificación detallada de las decisiones y la exposición de las alternativas disponibles.

A mi juicio, este elemento ha sido insuficientemente desarrollado en el modelo europeo. El énfasis se ha puesto en limitar la actuación del consejo, cuando probablemente sería más eficaz permitirla bajo condiciones de máxima transparencia. La información actúa como un mecanismo de control indirecto especialmente potente, ya que permite al mercado y a los propios accionistas evaluar la conducta de los administradores y reaccionar en consecuencia.

Estos tres mecanismos (intervención con control ex post, estándar de proporcionalidad y refuerzo de la transparencia) configuran un modelo que podría definirse como de pasividad flexible con control reforzado. Se trata de un sistema que no elimina el deber de pasividad, pero lo transforma en un principio estructural que orienta la actuación del consejo sin paralizarla.

Este enfoque permite, además, resolver una de las principales tensiones identificadas a lo largo del trabajo: la aparente incompatibilidad entre el deber de pasividad y el deber de diligencia de los administradores. En el modelo actual, el consejo se enfrenta a una situación paradójica: debe actuar en interés de la sociedad, pero al mismo tiempo se le impide intervenir en el momento en que ese interés puede verse más comprometido. El modelo propuesto elimina esta contradicción al permitir la actuación del consejo, pero sometiéndola a condiciones estrictas de control y transparencia.

No obstante, es necesario reconocer que esta propuesta no está exenta de dificultades. En particular, la introducción de un control ex post puede generar incertidumbre jurídica y aumentar la litigiosidad, especialmente en relación con la aplicación del estándar de proporcionalidad. Asimismo, el refuerzo de las obligaciones de información puede incrementar los costes del proceso. Sin embargo, esos

inconvenientes deben valorarse en relación con los beneficios del modelo: mayor flexibilidad, mejor capacidad de reacción y un control más eficaz del oportunismo directivo.

En definitiva, la evolución del Derecho comparado sugiere que los sistemas de OPAs tienden hacia una convergencia progresiva. El modelo estadounidense ha ido incorporando límites crecientes a la discrecionalidad del consejo, mientras que el europeo comienza a cuestionar la rigidez del deber de pasividad. La propuesta aquí formulada se sitúa precisamente en ese punto de convergencia, combinando la centralidad del accionista con la flexibilidad operativa.

Desde mi punto de vista, este equilibrio no solo es deseable, sino necesario en un contexto en el que las OPAs son cada vez más complejas y en el que el papel de los administradores no puede reducirse ni a la pasividad absoluta ni a la discrecionalidad ilimitada. El verdadero reto del régimen de OPAs no es determinar quién debe decidir, sino diseñar un procedimiento que garantice que la decisión se adopta de forma informada, eficiente y libre de conflictos de interés.

En última instancia, la cuestión del deber de pasividad debe entenderse como una manifestación de un problema más amplio: la articulación entre gobierno corporativo y mercado. El modelo propuesto pretende ofrecer una respuesta equilibrada a este problema, reconociendo que la eficiencia del sistema no depende de excluir a uno de los actores, sino de coordinar adecuadamente sus funciones. Solo a través de este enfoque será posible construir un régimen de OPAs que combine protección, flexibilidad y transparencia.

5. Conclusiones

El presente Trabajo de Fin de Grado ha abordado el deber de pasividad del órgano de administración en las OPAs y su relación con las medidas de defensa, tomando como eje comparativo los modelos jurídicos de España y Estados Unidos. A lo largo del análisis desarrollado ha quedado patente que nos encontramos ante una de las cuestiones más complejas y polémicas del Derecho del Mercado de Valores, por cuanto en ella confluyen intereses contrapuestos de difícil armonización: la protección del accionista, la eficiencia del mercado, el interés social de la empresa y la propia función institucional y los intereses de los administradores.

La primera conclusión que se extrae del análisis es que el deber de pasividad no puede entenderse como una norma aislada o de carácter meramente procedimental. Es, en realidad, una limitación por la cual los administradores de la sociedad afectada se encuentran, cuando se formula una OPA, en una situación de conflicto de interés. La posible pérdida del cargo que conlleva un cambio de control exitoso genera incentivos claramente desalineados entre el interés del administrador y el interés del accionista.

No obstante, el deber de pasividad choca con una realidad que el trabajo ha puesto de manifiesto con claridad: la rigidez del modelo europeo puede producir efectos paradójicos y, en ocasiones, nocivos. El administrador que conoce mejor que nadie la situación estratégica, financiera y competitiva de la empresa es, precisamente, el que queda relegado a un papel pasivo en el momento en que ese conocimiento resulta más valioso. Al imponerle la abstención, el sistema desaprovecha una fuente de información privilegiada y priva a los accionistas de una orientación que podría ser decisiva para tomar una decisión verdaderamente informada. Que el legislador haya articulado el informe motivado del consejo como mecanismo compensador de esta carencia no resuelve el problema de fondo: el consejo informa, pero no actúa. Y en un entorno de alta velocidad como el de las OPAs, informar sin poder actuar puede resultar a todas luces insuficiente.

La segunda conclusión es de naturaleza comparativa y surge del contraste entre los modelos español y estadounidense. Ambos responden a filosofías radicalmente distintas. El modelo español parte de la desconfianza hacia el consejo y concentra la decisión en los accionistas, mientras que el modelo estadounidense confía en mayor medida en la capacidad del consejo para actuar en interés de la sociedad, sometiendo sus decisiones a un control judicial posterior basado en estándares de razonabilidad y proporcionalidad. Esta diferencia se traduce en catálogos de medidas defensivas completamente distintos. Mientras que en España las medidas ex post quedan prácticamente vetadas sin autorización de la junta general, en Estados Unidos instrumentos como la *poison pill* o el *staggered board* forman parte normalizada del arsenal defensivo de las sociedades cotizadas.

Ninguno de los dos modelos resulta, sin embargo, plenamente satisfactorio si se analiza desde una perspectiva crítica. El modelo español protege al accionista, pero lo hace a un coste elevado: introduce grandes límites que pueden desincentivar la formulación de OPAs, elevan los costes de las operaciones y reducen el dinamismo

del mercado. La exigencia de formular ofertas totales y los procedimientos prolongados ante la CNMV no hacen sino amplificar estas ineficiencias. El modelo estadounidense, por el contrario, maximiza la capacidad de reacción del consejo, pero al precio de crear riesgos reales de atrincheramiento por parte de los administradores, ya que el administrador puede, bajo la cobertura de proteger el interés social, bloquear operaciones que beneficiarían objetivamente a los accionistas.

La tercera conclusión concierne directamente a la tensión entre el deber de pasividad y las medidas de defensa, que constituye el núcleo del trabajo. El análisis ha demostrado que esta tensión no puede resolverse mediante una opción excluyente a favor de uno u otro extremo, sino que exige un enfoque institucional más sofisticado. La clave no está en decidir si el consejo debe actuar o abstenerse, sino en delimitar bajo qué condiciones, con qué límites y ante que tipo de controles puede intervenir. En este sentido, la distinción entre medidas ex ante y ex post resulta crucial, pues plantea problemas jurídicos de distinta intensidad. Las medidas ex ante (limitaciones estatutarias al derecho de voto, mayorías reforzadas...) constituyen decisiones estructurales adoptadas en un contexto de ausencia de conflicto concreto, lo que las hace más fácilmente justificables desde el punto del gobierno corporativo. Las medidas ex post, en cambio, se adoptan en plena situación de conflicto, lo que exige controles especialmente rigurosos para evitar que sean instrumentalizadas en beneficio de los administradores.

La cuarta conclusión es sobre el debate actual de la conveniencia de flexibilizar el deber de pasividad, en el que pueden identificarse tres posiciones claramente diferenciadas. La tesis anti-flexibilización define el mantenimiento estricto de la regla de neutralidad como garantía esencial frente al conflicto de interés y como condición del correcto funcionamiento del mercado. La tesis pro-flexibilización aboga por reconocer al consejo un papel más activo, argumentando que está en mejor posición que los accionistas para evaluar el impacto estratégico a largo plazo de una opa. La tesis intermedia, que comparto, propone un modelo híbrido: mantener el deber de pasividad como principio rector, pero introducir mecanismos de flexibilización controlada que permitan al consejo intervenir en circunstancias excepcionales, bajo condiciones estrictas de proporcionalidad, transparencia y control accionarial ex post.

Esta posición intermedia no es una solución de compromiso débil, sino la que mejor refleja la complejidad real del fenómeno. El caso paradigmático más reciente es la

OPA hostil de BBVA sobre Banco Sabadell en 2024, que ilustra con claridad las limitaciones del modelo actual. La venta de la filial TSB por parte de Sabadell, concebida como medida defensiva con autorización de la junta, generó una intensa problemática sobre su viabilidad jurídica y sobre los límites del deber de pasividad. Este episodio evidencia que las reglas actuales no están diseñadas para afrontar con suficiente precisión el tipo de defensas creativas que las sociedades son capaces de articular. La CNMV, como supervisora del proceso, quedó en una posición difícil, lo que refuerza la necesidad de un marco más claro que defina con mayor precisión qué medidas son admisibles, en qué circunstancias y con qué requisitos.

De ahí la quinta y última conclusión. Tras el análisis comparado realizado, y a la luz de las tendencias de convergencia que se observan en ambos sistemas, parece razonable propugnar un modelo de pasividad flexible con control reforzado, articulado en torno a tres elementos fundamentales.

El primero es la sustitución de la lógica de autorización previa por un sistema de intervención inmediata con control ex post. La convocatoria de la junta para autorizar cualquier medida defensiva es, en la mayoría de los casos, incompatible con los ritmos de una OPA. Permitir al consejo actuar de forma inmediata, compensado con la posibilidad de que los accionistas ratifiquen o rechacen a posteriori las decisiones adoptadas, mejoraría la eficiencia del sistema sin sacrificar la primacía del accionista. El segundo elemento es la introducción de un estándar material de control basado en la proporcionalidad, similar al existente en Estados Unidos, que permita distinguir entre intervenciones legítimas e intervenciones oportunistas. Este estándar debería atribuirse a la CNMV como órgano supervisor, evitando la lentitud de los tribunales en primera instancia. El tercer elemento es el refuerzo de las obligaciones de transparencia: la intervención del consejo solo puede considerarse legítima si los accionistas disponen de información suficiente para evaluar tanto la oferta como las decisiones adoptadas por los administradores. Informes independientes, justificación detallada de las decisiones y exposición de las alternativas disponibles son condiciones mínimas para que el control ex post sea efectivo.

En definitiva, el régimen jurídico del deber de pasividad y las medidas de defensa en las OPAs se encuentra en un momento de revisión en ambos lados del Atlántico. El verdadero reto no es optar por el modelo español o por el estadounidense, sino aprender de sus respectivas fortalezas y debilidades para construir un sistema que combine protección del accionista, capacidad de reacción del consejo y eficiencia del

mercado. Este trabajo ha pretendido contribuir a esa reflexión, constatando que la dicotomía entre pasividad y defensa es, en última instancia, una falsa dicotomía: lo que el Derecho necesita no atar las manos al consejo ni otorgarle carta blanca, sino diseñar los mecanismos que garanticen que su intervención, cuando se produzca, esté al servicio del interés social y no del interés de quienes lo integran.

6. Referencias

Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición (DOUE 30 de abril de 2004).

Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (BOE 18 de marzo de 2023).

Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE 29 de julio de 1988).

Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (BOE 28 de julio de 2007).

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE 3 de julio de 2010).

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (BOE 24 de octubre de 2015).

The Panel on Takeovers and Mergers, *The City Code on Takeovers and Mergers*, edición vigente, Londres.

Alfaro Águila-Real, J., “El interés social y los deberes de lealtad de los administradores”, *Anuario de la Facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Madrid*, nº 20, 2016.

Alfaro Águila-Real, J., “La compraventa de empresas (IV): contenido típico de un contrato de compraventa de empresa (SPA sale-purchase agreement)”, *Almacén de Derecho*, 2021.

Aparicio Roqueiro, C. L., *Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid, 2007.

Armour, J., Skeel, D. A., “Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation”, *ECGI Law Working Paper*, nº73, 2006.

Bebchuk, L. A., Ferrel, A., “A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition”, *NBER Working Paper*, nº 8148, 2001.

Bebchuk, L. A., Ferrel, A., “Federalism and Takeover Law: The Race to Protect Managers from Takeovers”, NBER Working Paper, nº 7232, 1999.

Cremers, K. J. M., Sepe, S.M., “The Shareholder Value of Empowered Boards”, *Stanford Law Review*, vol.68, 2016, pp. 80-81.

Cuatrecasas, *Una década de aplicación del actual régimen de OPAs en España. Guía práctica*, 28 de febrero de 2017.

Davies, P. L., Pietrancosta, A., “The Defensive Measures Provisions of the Takeover Directive: From Ambition to Resignation to Distrust”, *ECGI Working Paper Series in Law*, nº 785/2024, 2024.

Davies, P., Schuster, E.-P. y Van De Walle De Ghelcke, E., “The Takeover Directive as a Protectionist Tool?”, *ECGI Law Working Paper*, nº 141, 2010.

Gilson, R. J., *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, Columbia, 1981.

Gilson, R.J., Kraakman, R., Delaware’s intermediate standard for defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review?, 1989.

Gómez Pomar, F. y Sáez Lacave, M. I., “La eficacia del deber de pasividad de los administradores sociales en presencia de una OPA: mecanismos privados frente a públicos”, *InDret – Revista para el Análisis del Derecho*, nº1, 2007.

Gordon, J. N., “The Rejected Threat of Corporate Vote Suppression: The Rise and Fall of the Anti-Activist Pill”, *Columbia Business Law Review*, vol. 2022, nº 1, 2022.

Hierro Anibarro, S. y Martín Zamarriego, A., “Deberes de administradores en la adquisición de empresas en el mercado bursátil”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº 32, Editorial LA LEY, 2023.

Hurt, C., “The Hostile Poison Pill”, *UC Davis Law Review*, vol. 50, 2016.

Johnson, W. C., et al., “The Consequences to Directors for Deploying Poison Pills”, *ECGI Working Paper Series in Finance*, nº 918/2023, 2023.

Johnson, W. C., et al., “The Lifecycle Effects of Corporate Takeover Defenses”, *ECGI Working Paper Series in Finance*, nº 761/2021, 2021.

Mülbert, P. O., “Make It or Break It: The Break-Through Rule as a Break-Through for the European Takeover Directive?”, *ECGI Law Working Paper*, nº13, 2003.

Paredes Galego, C. et al., “Ofertas públicas de adquisición de valores (I)” en Sebastián Quetglas, R. (dir.) y Jordano Luna, M. (coord.), *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, La Ley, Madrid, 2016, pp. 485-552.

Pereda Espeso, J. y Velasco González-Calvo, J.F., “Capítulo V. Ofertas públicas de adquisición”, *Comentario a la Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión*, Aranzadi.

Restrepo, F. y Subramanian, G., *The Effect of Prohibiting Deal Protection in M&A: Evidence from the United Kingdom*, 2016.

Ringe, W. G., “Deviations from Ownership-Control Proportionality – Economic Protectionism Revisited”, *Company Law and Economic Protectionism*, 2010.

Sánchez Andrés, A., “Sobre los modos de oposición a una OPA hostil: blindajes y otras medidas defensivas”, *Revista Jurídica Universidad Autónoma de Madrid*, nº 8, 2003.

Sánchez-Calero, J., “La armonización disgregante: la Directiva de OPAs y el principio de neutralización de medidas defensivas”, *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, Universidad Complutense de Madrid, 2006.

Sanz Bayón, P., “Los accionistas minoritarios ante la OPA hostil: problemas actuales y planteamientos alternativos”, *Problemas actuales en la transmisión de empresas*, Thomson Reuters Aranzadi, Madrid, 2020.

Sanz Bayón, P., “OPAs hostiles: reflexión sobre la tutela de los accionistas minoritarios y propuestas de reforma”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº 27, 2020.

Solomon, S. D., Thomas, R. S., “The Rise and Fall of Delaware’s Takeover Standards”, *ECGI Working Paper Series in Law*, nº 329/2016, 2016.

Tapia Hermida, A.J., *El régimen de las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs) en la Unión Europea y en España*. Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, Universidad Complutense de Madrid, 2008.

Thompson, R. B., “The New Unocal”, *Arizona Law Review*, nº 65, 2023.

Uría Menéndez, *Guía sobre el nuevo régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores*, Madrid, 2007.

Moran v. Household International, Inc., 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., 506 A.2d 173 (Del. 1986).

Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 946 (Del. 1985).

Paramount Communications, Inc. v. Time Inc., 571 A.2d 1140 (Del. 1989).